



# REVISTA DA FACULDADE DE DIREITO DA UFRGS

## VOLUME ESPECIAL - NÚMERO 39

### A deslistagem voluntária de ações e a proteção do investidor no Direito alemão

*Voluntary Delisting of Shares and Investor Protection under German  
Law*



**Luciana Stocker da Cunha**  
Justus-Liebig-Universität Gießen



## A deslistagem voluntária de ações e a proteção do investidor no Direito alemão

### *Voluntary Delisting of Shares and Investor Protection under German Law*

Luciana Stocker da Cunha\*

#### REFERÊNCIA

CUNHA, Luciana Stocker da. A deslistagem voluntária de ações e a proteção do investidor no Direito alemão. *Revista da Faculdade de Direito da UFRGS*, Porto Alegre, n. 39, vol. esp., p. 233-262, dez. 2018.

#### RESUMO

Na Alemanha, após drásticas mudanças no entendimento jurisprudencial e intensos debates na doutrina, a deslistagem voluntária foi objeto de lei que alterou o § 39 da Lei da Bolsa (Börsengesetz - BörsG) em novembro de 2015, harmonizando os requisitos da saída da Bolsa de Valores que antes cabiam amplamente aos regulamentos das respectivas Bolsas. O presente artigo pretende analisar as regras de deslistagem voluntária de ações na Alemanha, que buscaram elevar a proteção do investidor. Partindo inicialmente de uma visão geral sobre o contexto legal anterior à reforma de 2015, serão então analisados os atuais requisitos da deslistagem voluntária previstos na BörsG, tecendo breves conclusões com uma abordagem comparativa com o direito brasileiro.

#### ABSTRACT

*Following substantial changes to case law and intense discussion among legal authorities in Germany, the voluntary delisting rules under Section 39 of the German Stock Exchange Act (Börsengesetz) were amended in November 2015. The new law provides for standard legal requirements for a delisting, which used to be broadly at the stock exchanges' discretion. This article aims at investigating the rules of voluntary delisting of shares under German law designed to improve investor protection. Starting from an overview of the background of the 2015 legal reform, this study will then examine the current requirements of a voluntary delisting provided by the German Stock Exchange Act, before finally drawing brief conclusions under a comparative approach to Brazilian law.*

#### PALAVRAS-CHAVE

Deslistagem. Mercado Acionário. Proteção ao Investidor. Oferta Pública de Aquisição de Ações.

#### KEYWORDS

*Delisting. Equity Market. Investor Protection. Tender Offer.*

#### SUMÁRIO

Introdução. 1. Deslistagem. 1.1. Ato contrário: Listagem. 1.2. Definição e formas de deslistagem. 2. A deslistagem voluntária na Alemanha. 2.1. Contexto legal antes da reforma da Börsengesetz de 2015. 2.2. A Evolução da Jurisprudência 2.2.1. Decisão do BGH no Caso Macrotron. 2.2.2. Decisão do Tribunal Constitucional Alemão no Caso MVS/Lindner. 2.2.3. A decisão do BGH no Caso FRoSTA. 2.3. A solução do Legislador. 3. A deslistagem conforme o atual § 39, Abs. 2-6 BörsG. 3.1. Âmbito de aplicação. 3.2. A oferta pública de aquisição. 3.2.1. O Proponente. 3.2.2. Formação do preço. a) Regra-Cotação da ação em Bolsa. b) Exceção: Laudo de Avaliação. 3.2.3. Competência da Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) e da Bolsa. 3.2.4. Revisão Judicial do Valor da Oferta. Conclusão. Referências.

## INTRODUÇÃO

Por circunstâncias que eventualmente desestimulem ou impossibilitem a listagem de suas ações ou demais valores mobiliários na Bolsa de Valores, companhias abertas acabam

recorrendo ao cancelamento desta listagem, operação conhecida como *delisting* ou

\* Pós-graduação em Direito Internacional pela Universidade Federal do Rio Grande do Sul (2014) e LL.M na Universidade de Gießen.





deslistagem voluntária<sup>1</sup>. Especialmente ao envolver ações, a medida pode acarretar diversas consequências ao investidor, como a queda da fungibilidade, a redução dos mecanismos de supervisão sobre a companhia e, ocasionalmente, a desvalorização das ações. Por este motivo, questiona-se qual o nível de proteção devido ao acionista minoritário diante de uma deslistagem de ações.

Na Alemanha, a deslistagem é regulada pelo § 39 da Lei da Bolsa (Börsengesetz, a seguir BörsG)<sup>2</sup>. Até recente reforma em 2015 referida norma não previa explicitamente os requisitos para uma deslistagem voluntária, limitando-se a estabelecer que esta não poderia ferir a proteção do investidor. Além do papel das Bolsas de Valores, que tinham certa liberdade para estabelecer as próprias regras, a jurisprudência teve um papel relevante ao moldar os critérios para a deslistagem.

No ano de 2013, uma drástica mudança no entendimento do Bundesgerichtshof - BGH (Superior Tribunal de Justiça da Alemanha)<sup>3</sup>, que abdicou dos requisitos anteriormente fixados no ano de 2002<sup>4</sup> - com base em um julgamento do

Bundesverfassungsgericht (Tribunal Constitucional Alemão) de 2012<sup>5</sup>-, levou a uma conjuntura menos protecionista e facilitadora de pedidos de deslistagem no mercado alemão.<sup>6</sup> À decisão seguiram-se inúmeros requerimentos de deslistagem, fazendo com que doutrinadores e legislador se ocupassem com a problemática. O debate culminou com a reforma da regra do § 39 BörsG em 2015, que harmonizou os requisitos da deslistagem no mercado de capitais alemão.

O presente artigo pretende analisar as regras relativas à proteção do investidor frente à deslistagem voluntária de ações na Alemanha. Após uma breve definição e delimitação do termo deslistagem, será analisado o contexto desta proteção anteriormente à reforma de 2015 e a interessante evolução da jurisprudência dos tribunais superiores alemães, para então explorar os atuais requisitos da deslistagem voluntária conforme a nova regra do § 39 Abs. 2-6 BörsG. Ao final, serão feitas breves conclusões sobre o tema com uma abordagem comparativa com o direito brasileiro.

<sup>1</sup> Conforme Buck-Heeb, as vantagens de uma abertura de capital em Bolsa são, entre outras, o aumento de fonte de financiamento, a elevação do grau de reconhecimento da companhia e da fungibilidade das ações. Em contrapartida, uma listagem normalmente está associada a altos custos de publicações e obrigações de emissor, bem como uma perda do controle pelos antigos acionistas controladores. BUCK-HEEB, Petra. *Kapitalmarktrecht*. Heidelberg: C.F.Müller, 2014. p. 46. Para estudos brasileiros sobre os motivos de uma deslistagem, vide: SAITO, R.; PADILHA, M. T. C. Por que as empresas fecham capital no Brasil? In: *Rev. Bras. Finanças* (Online), Rio de Janeiro, Vol. 13, No. 2, abril 2015, p. 200–250. Disponível em: <<http://www.redalyc.org/html/3058/305842562002/>>. Acesso em: 23 Mar 2018; EID JUNIOR, Willian; HORNG, Wang Jiang. A saída uma análise da deslistagem na Bovespa. Working Paper, Jun, 2005. Disponível em: <<http://hdl.handle.net/10438/15553>>. Acesso em: 23 Mar 2018. Vide também EIZIRIK, Nelson *et al.* *Mercado de Capitais – Regime Jurídico*. 3. Ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 585; e SIQUEIRA, Carlos Augusto Junqueira de. *Fechamento do Capital Social: Oferta pública de Aquisição de Ações e Outras Modalidade*. Ribeirão Preto: Migalhas, 2010. p. 28 et seq.

<sup>2</sup> ALEMANHA. Börsengesetz (BörsG), de 16 julho de 2007. Disponível em: <[https://www.gesetze-im-internet.de/b\\_rsg\\_2007/index.html](https://www.gesetze-im-internet.de/b_rsg_2007/index.html)>. Acesso em 4 jul. 2018.

<sup>3</sup> ALEMANHA. Bundesgerichtshof. II Zivilsenat. Decisão de 8.10.2013 – II ZB 26/12 (“FRoSTA”). Disponível em: <<http://juris.bundesgerichtshof.de/cgi-bin/rechtsprechung/document.py?Gericht=bgh&Art=en&n=65834&pos=0&anz=1>>. Acesso em 4 jul. 2018.

<sup>4</sup> ALEMANHA. Bundesgerichtshof. II Zivilsenat. Decisão de 25.11.2002 – II ZR 133/01 (“Macrotron”). Disponível em: <<http://juris.bundesgerichtshof.de/cgi-bin/rechtsprechung/document.py?Gericht=bgh&Art=en&n=25332&pos=0&anz=1>>. Acesso em 4 jul. 2018.

<sup>5</sup> ALEMANHA. Bundesverfassungsgericht. Erster Senat. Decisão de 11.07.2012 – 1 BvR 3142/07 (“MVS”/“Lindner”). Disponível em: <[http://www.bverfg.de/e/rs20120711\\_1bvr314207.html](http://www.bverfg.de/e/rs20120711_1bvr314207.html)>. Acesso em 4 jul. 2018.

<sup>6</sup> vide BAYER, Walter. Die Delisting-Entscheidungen „Macrotron“ und „Frosta“ des II. Zivilsenats des BGH, *ZfPW* 2015, p. 163–225. *passim*.





## 1 DESTILAGEM

### 1.1 Ato contrário: Listagem

Como o próprio termo indica, a deslistagem é o ato contrário à listagem (*listing*).<sup>7</sup> Assim, antes de abordarmos a definição de deslistagem, é necessário lançar algumas considerações acerca desta operação que lhe é oposta e antecedente. No direito alemão, a listagem consiste no ato administrativo de admissão de valores mobiliários para negociação no mercado regulamentado de uma Bolsa de Valores e é disciplinada pela norma do § 32 e seguintes da BörsG. Diferentemente do Brasil, em que a negociação de valores mobiliários em mercado secundário de Bolsa ou balcão organizado em regra requer um registro da companhia perante a Comissão de Valores Mobiliários (Artigo 21 da Lei do Mercado de Capitais-Lei 6.385/76<sup>8</sup>) e outro perante a entidade administradora do respectivo mercado organizado (Bolsa ou balcão)<sup>9</sup>-além dos registros de emissão dos valores mobiliários (Artigo 19 da Lei nº 6.385/76)<sup>10</sup>-o pedido de negociação no mercado

de Bolsa alemão é submetido pela companhia diretamente à Bolsa, para negociação em seu mercado regulamentado, ou ao mantenedor da Bolsa, para seu mercado de balcão, denominado *Freiverkehr*<sup>11</sup>.

Isso se deve à estrutura dualista/juspublicista conferida às Bolsas de Valores na Alemanha, sistema que não apresenta paralelo em nenhum dos grandes mercados de capitais do mundo, onde as bolsas têm, em regra, natureza privada, como no Brasil<sup>12, 13</sup>. Conforme o § 2, Abs. 1 da BörsG, Bolsas de Valores são entidades de direito público com parcial capacidade jurídica („teilrechtsfähige Anstalt des öffentlichen Rechts"), que regulam e fiscalizam sistemas multilaterais que reúnam compradores e vendedores de valores mobiliários admitidos para negociação. Paralelamente a esta estrutura de direito público, há a figura do mantenedor da Bolsa (Börsenträger), que tem natureza jurídica privada e, através de uma concessão, é responsável por todos os atos de direito privado necessários às operações bursáteis

<sup>7</sup> GROß, Wolfgang. *Kapitalmarktrecht*. Kommentar zum Börsengesetz, zur Börsenzulassungs- Verordnung und zum Wertpapierprospektgesetz. 6. ed. München: Beck-online, 2016, § 39 BörsG, para. 14.

<sup>8</sup> BRASIL. Lei 6.385, de 7 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Leis/L6385.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6385.htm)>. Acesso em 4 jul. 2018.

<sup>9</sup> A respeito, vide: PITTA, André Grunspun. Art. 21. In: CORDONIZ, Gabriela; PATELLA, Laura. *Comentários à Lei do Mercado de Capitais*. Lei n. 6.385/76. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 427 – 478. p. 438 et seq.

<sup>10</sup> Sobre o duplo sistema de registros perante a CVM, vide: EIZIRIK, Nelson et al. *Mercado de Capitais – Regime Jurídico*. 3. Ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 140 et seq.; PITTA, André Grunspun. Art. 21. In: CORDONIZ, Gabriela; PATELLA, Laura. *Comentários à Lei do Mercado de Capitais*. Lei N. 6.385/76. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 427 – 478. p. 430.

<sup>11</sup> Desde 2005, a Deutsche Börse AG utiliza a denominação *Open Market* tendo em vista seu contexto internacional.

<sup>12</sup> Deve-se atentar ao fato de que à luz do direito brasileiro as Bolsas de Valores têm natureza privada, contudo possuem funções de interesse público, sendo-lhes

outorgado um poder autorregulatório na condição de órgão auxiliar da CVM (Art. 17 da Lei 6.385/76). A respeito, cf. EIZIRIK, Nelson et al. *Mercado de Capitais – Regime Jurídico*. 3. Ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 210 et seq.; TANNOUS, Thiago dos Santos. Arts. 15,16,17&18. In: CORDONIZ, Gabriela; PATELLA, Laura. *Comentários à Lei do Mercado de Capitais*. Lei N. 6.385/76. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 339 – 378. p. 367 et seq. Para um estudo detalhado acerca da “autorregulação regulada” pela Bolsa de Valores e da complexa relação institucional entre Bolsa e emissor, vide: DONAGGIO, Angela Rita Franco. *Regulação e autorregulação no mercado de valores mobiliários: o caso dos segmentos especiais de listagem da BM&FBovespa*. Tese de doutorado apresentada ao Programa de Pós-Graduação da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo – USP, São Paulo, 2016, passim. <sup>13</sup> vide BUCK-HEEB, Petra. *Kapitalmarktrecht*. Heidelberg: C.F.Müller, 2014. p. 32; KÜMPPEL, Siegfried. *Direito do Mercado de Capitais – do ponto de vista do direito europeu, alemão e brasileiro*. Rio de Janeiro: Renovar, 2007. p. 94 – 96. BECK, Heiko. § 2 BörsG. In: SCHWARK, Eberhard; ZIMMER, Daniel. *Kapitalmarktrechtskommentar*. München: Beck-online, 2010. Para. 41.







(exemplificativamente, a Bolsa de Frankfurt<sup>14</sup> é mantida/operada pela Deutsche Börse AG<sup>15</sup>). Em poucas palavras, o mantenedor complementa a Bolsa com a capacidade jurídica de direito privado que lhe falta. A Bolsa-entidade de direito público-é responsável pelas negociações em seu recinto, tanto pela fixação do pregão quanto pela listagem e deslistagem de emissores em seu mercado regulamentado. Ao passo que o mercado regulamentado da Bolsa é regido pelo direito público, o *Freiverkehr* encontra-se no âmbito do direito privado.<sup>16</sup> A condição de “Börsennotiert” - companhia com capital aberto em Bolsa - na forma do § 3 Abs. 2 da lei acionária (Aktengesetz-AktG) apenas se efetiva com a negociação em mercado regulamentado e supervisionado pelo Estado, característica exclusiva do mercado regulamentado.<sup>17</sup>

Importante mencionar que igualmente na Alemanha a oferta pública de distribuição de valores mobiliários pressupõe, em regra, a publicação de um prospecto (§3 da Lei sobre prospectos, Wertpapierprospektgesetz-WpPG), que deverá ser aprovado pela entidade

fiscalizadora do mercado de valores mobiliários e serviços financeiros denominada Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht-BaFin<sup>18</sup>, a qual, entre outras diferenças, não possui uma competência normativa como a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) no Brasil.<sup>19</sup>

## 1.2 Definição e formas de destilagem

Assim como no Brasil, não existe uma definição legal para o termo deslistagem (*Delisting*) na Alemanha. Referências à deslistagem podem ser encontradas na doutrina e jurisprudência, em especial alemã, que interpretam e definem heterogeneamente o termo do idioma inglês à luz de seus respectivos sistemas jurídicos.

O *Delisting* é definido na doutrina alemã como “a saída de um emissor do mercado regulamentado”<sup>20</sup> ou “o fim da admissão de Valores mobiliários em mercado de Bolsa”<sup>21</sup>. Ele é dividido em ex officio e voluntário. O primeiro configura o cancelamento da listagem determinada pela Bolsa quando não houver uma

<sup>14</sup> A Bolsa de Valores de Frankfurt - Frankfurter Wertpapierbörse (FWB) - é a Bolsa de Valores de maior importância da Alemanha. Além dela, o mercado acionário é operado pelas Bolsas de Düsseldorf, Hamburg-Hannover, München, Stuttgart, Berlin e a Tradegate Exchange Berlin.

<sup>15</sup> A Deutsche Börse AG é companhia aberta listada na própria Bolsa de Frankfurt.

<sup>16</sup> GROß, Wolfgang. *Kapitalmarktrecht*. Kommentar zum Börsengesetz, zur Börsenzulassungs- Verordnung und zum Wertpapierprospektgesetz. 6. ed. München: Beck-online, 2016, § 48 BörsG. para.3.

<sup>17</sup> §3 Abs. 2 AktG: „Börsennotiert im Sinne dieses Gesetzes sind Gesellschaften, deren Aktien zu einem Markt zugelassen sind, der von staatlich anerkannten Stellen geregelt und überwacht wird, regelmäßig stattfindet und für das Publikum mittelbar oder unmittelbar zugänglich ist.“

<sup>18</sup> Ao contrário do movimento observado no Brasil (criação de um órgão especializado para a regulação do mercado de valores mobiliários em 1976 - CVM), na Alemanha, as operações de supervisão das atividades bancárias, do mercado de valores mobiliários e securitárias foram reunidas em um único órgão, a BaFin, criada em 2002 com a unificação das três antigas entidades especializadas. No âmbito da União Europeia, há a presença de entidades especializadas - European Supervisory Authorities (ESA),

sendo a European Securities and Markets Authority (ESMA), responsável pelo mercado de valores mobiliários no âmbito europeu juntamente com as entidades nacionais dos Estados Membros. BUCK-HEEB, Petra. *Kapitalmarktrecht*. Heidelberg: C.F.Müller, 2014. p. 288 e 302.

<sup>19</sup> Para uma análise comparativa das entidades nos dois países, vide: SESTER, Peter. Unabhängige Regulierungsagenturen im brasilianischen Wirtschaftsrecht, *RabelsZ* 2010, p. 360-392; SESTER, Peter. Entwicklungslinien des brasilianischen Gesellschafts- und Kapitalmarktrechts, *RIW* 2010, p. 97 - 104.

<sup>20</sup> HABERSACK, Mathias. Beendigung der Börsenzulassung, in: HABERSACK, Mathias; MÜLBERT, Peter O.; SCHLITT, Michael (Org.). *Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt*. Köln: Dr. Otto Schmidt, 2013, § 40. p. 1301 - 1325. para. 1. p. 1301 (original: “der Rückzug eines Emittenten aus dem regulierten Markt”).

<sup>21</sup> GROß, Wolfgang. *Kapitalmarktrecht*. 6. ed. München: Beck-online, 2016, § 39 BörsG, para. 11 (original: “die Beendigung der Zulassung von Wertpapieren zum Börsenhandel”).





negociação regular dos valores mobiliários ou quando o emissor descumprir os deveres decorrentes da listagem, na forma do §39, Abs. 1 da BörsG.<sup>22</sup> O Delisting voluntário, por sua vez, é aquele solicitado pela companhia, previsto no §39, Abs. 2-6 da BörsG, que é objeto do presente estudo.

Ademais, a doutrina diferencia a deslistagem regular (*reguläres Delisting*), prevista na Lei da Bolsa, de uma deslistagem irregular ou fria (*kaltes Delisting*), que consiste em uma deslistagem de ações decorrente de medidas de reestruturação societária, como por exemplo fusão e incorporação, ou o Squeeze Out<sup>23</sup>, eis que tais medidas podem acarretar um cancelamento *ipso iuri* da autorização para negociação em Bolsa ou uma deslistagem *ex officio*.<sup>24</sup> O presente artigo limita-se à disciplina da deslistagem regular e voluntária de ações, i.e., o cancelamento da negociação de ações na Bolsa a requerimento do emissor. Saídas da Bolsa decorrentes de reestruturações societárias estão fora do escopo do trabalho, podendo ser evocadas *en passant*.

A Doutrina alemã também apresenta outros termos, cuja compreensão é relevante para o presente artigo. Uma deslistagem completa (*vollständiges Delisting*), ou seja, a saída do emissor de todas as bolsas ou da única bolsa (mercado regulamentado) em que havia listagem, pode ser denominada “*Going Private*”, em oposição à saída parcial, na qual é mantida uma listagem em mercado regulamentado nacional ou internacional.<sup>25</sup> Apesar de não haver uma utilização uniforme dos termos, muitas vezes considerados sinônimos, tem-se o *Downgrading* como uma migração para um segmento do mesmo mercado de negociação com menos exigências<sup>26</sup> e o *Downlisting* um “rebaixamento” de mercado (migração do mercado regulamentado de Bolsa para o *Freiverkehr*).<sup>27</sup> A substituição pelo prefixo “*up*” caracteriza o movimento de migração contrário.<sup>28</sup>

No Brasil, o termo deslistagem é ora associado à operação de cancelamento de registro

<sup>22</sup> HABERSACK, Mathias. Beendigung der Börsenzulassung, in: HABERSACK, Mathias; MÜLBERT, Peter O.; SCHLITT, Michael (Org.). *Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt*. Köln: Dr. Otto Schmidt, 2013, § 40. p. 1301 – 1325. para. 2. p. 1302.

<sup>23</sup> Na Alemanha o Squeeze Out é a faculdade do acionista com 95% do capital social de exigir a cessão das ações dos acionistas minoritários, mediante uma compensação. Está previsto no § 327a e seguintes da lei acionária (AktG) e no §§ 39a e seguintes da Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG). À luz do direito brasileiro, uma operação semelhante, no entanto no direito pátrio na forma do resgate das ações dos minoritários (sem sorteio), somente seria permitida após a realização de uma OPA para cancelamento de registro (Art. 4-A, §5 Lei 6.404), cf. CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. Volume 1. 5 ed. São Paulo: Saraiva, 2009. p. 91. Sobre pertinentes críticas à opção brasileira de transferir o ônus do pagamento à companhia, mediante a faculdade do resgate, ao invés de deixá-lo com o controlador, vide GORGA, Érica. *Direito Societário Atual*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2013. p. 230 – 231.

<sup>24</sup> HABERSACK, Mathias. Beendigung der Börsenzulassung. In: HABERSACK, Mathias; MÜLBERT, Peter O.; SCHLITT, Michael (Org.).

*Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt*. Köln: Dr. Otto Schmidt, 2013. § 40, p. 1301 – 1325. p. 1301 et seq.

<sup>25</sup> HEIDELBACH, Anna. § 39 BörsG. In: SCHWARK, Eberhard; ZIMMER, Daniel. *Kapitalmarktrechtskommentar*. München: Beck-online, 2010, para. 11.

<sup>26</sup> Pode haver uma segmentação tanto do mercado regulamentado como do Freiverkehr. Alguns exemplos de segmentos do mercado alemão serão citados no decorrer do trabalho.

<sup>27</sup> ADERS, C.; MUXFELD, D.; LILL, F. Die Delisting-Neuregelung und die Frage nach dem Wert der Börsennotierung, *CF* 2015, p. 389-399. p. 390; BAYER, Walter. Die Delisting-Entscheidungen „Macrotron“ und „Frosta“ des II. Zivilsenats des BGH, *ZfPW* 2015, p. 163–225. p. 186; HEIDELBACH, Anna. § 39 BörsG. In: SCHWARK, Eberhard; ZIMMER, Daniel. *Kapitalmarktrechtskommentar*. München: Beck-online, 2010, para. 11.

<sup>28</sup> cf. utilizado por SEIBT, Christoph H.; WOLLENSCHLÄGER, Bernward. *Downlisting einer börsennotierten Gesellschaft ohne Abfindungsangebot und Hauptversammlungsbeschluss*, AG 2009, 807 – 817, p. 816 („Uplisting“)





de emissor na CVM (fechamento de capital)<sup>29</sup>, ora contraposto à tal operação como sendo o cancelamento de listagem do emissor em Bolsa ou entidade de mercado de balcão organizado sem cancelamento de registro<sup>30</sup>. Em função dos segmentos especiais de listagem da B3 e respectivos regulamentos, o termo deslistagem é também utilizado para descrever a saída de emissores de segmentos especiais de governança corporativa.<sup>31</sup>

Com efeito, há no Brasil um complexo sistema advindo da confluência das atuações do legislador, regulador (CVM) e autorregulador (Bolsa) e marcado pela influência do direito norte americano exercida no Brasil a partir de 1960<sup>32</sup>. Além do cancelamento voluntário de registro de emissor, que pressupõe uma oferta pública de

aquisição de ações na forma do Art. 4, § 4 da Lei 6.404/76<sup>33</sup>, há a possibilidade de saída da bolsa sem cancelamento de registro, com a retirada de todos os valores mobiliários de negociação, cujos requisitos, desde a supressão de registros diversos perante a CVM para negociação em bolsa ou balcão e das regras de migração entre os mesmos<sup>34</sup> pela Instrução CVM 480/2009<sup>35</sup>, são de responsabilidade da própria Bolsa, no âmbito de sua competência autorregulatória.<sup>36</sup> Para esta retirada, a B3 passou a estabelecer a partir de 2014 em seu Regulamento para Listagem de Emissores e Admissão à Negociação de Valores Mobiliários a necessidade de oferta pública, que pode ser dispensada caso não haja discordância da maioria dos titulares dos respectivos valores mobiliários deslistados.<sup>37</sup> Sobre tal regra, prevalecem as

<sup>29</sup> vide SAITO, R; PADILHA, M. T. C. Por que as empresas fecham capital no Brasil? In: Rev. Bras. Finanças (Online), Rio de Janeiro, Vol. 13, No. 2, Abril 2015, p. 200–250. Disponível em:

<<http://www.redalyc.org/html/3058/305842562002/>>. Acesso em 23 Mar 2018. p. 217. Ressalte-se que a pesquisa delimita a deslistagem ao cancelamento de registro na CVM de companhias abertas cujas ações eram efetivamente admitidas à negociação em mercado de Bolsa.

<sup>30</sup> vide PITTA, André Grunspun. Art. 21. In: CORDONIZ, Gabriela; PATELLA, Laura. *Comentários à Lei do Mercado de Capitais*. Lei n. 6.385/76. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 427–478. p. 442. Tal operação é denominada como Delisting na versão em inglês do Regulamento para Listagem de Emissores e Admissão à Negociação de Valores Mobiliários da B3 (em português: cancelamento de listagem – Capítulo 9), disponível em: <[http://www.b3.com.br/pt\\_br/regulacao/estrutura-normativa/listagem/](http://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/estrutura-normativa/listagem/)>. Acesso em 04 set. 2018.

<sup>31</sup> vide JUNQUEIRA, Carlos Augusto et al. Ofertas Públicas de aquisição de Ações (OPAs). In: Comissão de Valores Mobiliários. *Direito do Mercado de Valores Mobiliários*. 2017. p. 748–786. p. 782.

<sup>32</sup> Sobre esta influência: YAZBEK, Otávio, *Regulação do Mercado Financeiro*, Rio de Janeiro: Elsevier, 2007, p. 266 e SESTER, Peter. Entwicklungslinien des brasilianischen Gesellschafts- und Kapitalmarktrechts, *RIW* 2010, p. 97. Ainda que diversos do Brasil, o sistema americano estabelece requisitos para (de)registration na Securities and Exchange Commission (SEC) e (de)listing na Bolsa, vide ROCK, Edward. Securities Regulation as Lobster Trap: A Credible Commitment Theory of Mandatory Disclosure, *Cardozo Law Review* 2002, 675–704, disponível em: <[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=310119](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=310119)>. p. 677 et seq.

<sup>33</sup> A consequência lógica do cancelamento do registro de companhia listada em Bolsa é a deslistagem, pois este registro é condição para a negociação no mercado de valores mobiliários e listagem em bolsa (Art. 4 § 1 Lei 6.404/76). O regulamento para Listagem de Emissores e Admissão à Negociação de Valores Mobiliários da B3, menciona o cancelamento de registro – sem diferenciá-lo em voluntário ou de ofício – como causa para o cancelamento de ofício da listagem. À luz da doutrina alemã, poder-se-ia cogitar uma espécie de deslistagem irregular ou fria, mas com o intuito de tentar fornecer uma comparação funcional e tendo em vista a predominância desta operação na prática (e doutrina) brasileira, a qual acarreta o término da sujeição ao regime informacional obrigatório de companhia aberta e à fiscalização pelo regulador, será lhe dado especial ênfase.

<sup>34</sup> A matéria era regida pela I-CVM 243/96, conforme o registro alvo da migração. Um rebaixamento de registro (ex. Bolsa para balcão ou balcão organizado para o não organizado) se submetia, em síntese, à não oposição de determinado percentual de minoritários.

<sup>35</sup> A I-CVM 480/2009, por sua vez, passou a dividir o registro em função do tipo de valor mobiliário a ser negociado publicamente (Art. 2). Ao passo que a categoria A autoriza a companhia a negociar quaisquer valores mobiliários em mercados regulamentados, o registro na categoria B não abrange a autorização para negociação de ações e certificados de depósito de ações ou de valores mobiliários que confirmam ao titular o direito de adquiri-los.

<sup>36</sup> PITTA, André Grunspun. Art. 21. In: CORDONIZ, Gabriela; PATELLA, Laura. *Comentários à Lei do Mercado de Capitais*. Lei N. 6.385/76. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 427–478. p. 441 et seq.

<sup>37</sup> Vide Capítulos 8 e 9 do Regulamento para Listagem de Emissores e Admissão à Negociação de Valores







disposições especiais para a saída de segmentos especiais de negociação eventualmente aplicáveis.<sup>38</sup>

Para fins de comparação com o direito brasileiro, remetemos no presente artigo o termo deslistagem voluntária ao cancelamento de negociação de ações em mercado de Bolsa (ou saída da Bolsa) que decorra de operações voluntárias de (i) cancelamento de registro de companhia aberta perante a CVM, também conhecido como fechamento de capital; ou (ii) retirada de valores mobiliários de negociação ou cancelamento de listagem na forma do Regulamento para Listagem de Emissores e Admissão à Negociação de Valores Mobiliários da BM&FBovespa, hoje denominada B3, associados eventualmente à operação de saída de segmento especial de listagem conforme o respectivo regulamento aplicável (Novo Mercado, Nível 2, Nível 1, Bovespa Mais e Bovespa Mais Nível 2). Embora procedimentos diversos com requisitos diferentes, estes serão por vezes referidos indistintamente como deslistagem.

## 2 A DESTILAGEM VOLUNTÁRIA NA ALEMANHA

### 2.1 Contexto legal antes da reforma da Börsengesetz de 2015

A deslistagem voluntária, consistente no ato administrativo que permite o cancelamento da listagem de valores mobiliários a requerimento da companhia, foi possibilitada pela primeira vez na Lei da Bolsa alemã de 1998, através da terceira Lei de Incentivo ao Mercado Financeiro (3. Finanzmarktförderungsgesetz), que introduziu o § 43, IV na referida lei.<sup>39</sup> Após reformas meramente formais, tal regra passou a constar no § 39 Abs. 2 da BörsG, que manteve o preceito de que o cancelamento não poderia ferir a proteção dos investidores, sem contudo definir—até recente reforma de 2015—como esta proteção deveria ser garantida.<sup>40</sup> O detalhamento desta regra era até então explicitamente delegado aos regulamentos das respectivas Bolsas de Valores (§ 39, Abs. 2 Satz 5 BörsG).

Valendo-se desta prerrogativa, as Bolsas apresentaram suas perspectivas à proteção do investidor, fixando diferentes requisitos para o pedido de cancelamento de listagem. As Bolsas de Berlin e Düsseldorf eram as únicas a determinar uma espécie de oferta de aquisição das ações dos acionistas minoritários, ao passo que as Bolsas de Frankfurt, München e Stuttgart prescreviam meramente um prazo entre a divulgação da intenção de deslistagem e a sua concretização, e as Bolsas de Hamburg e Hannover limitavam-se a determinar que os custos da publicação sobre o *Delisting* seriam suportados pelo requerente.<sup>41</sup>

Mobiliários da B3, disponível em <[http://www.b3.com.br/pt\\_br/regulacao/estrutura-normativa/listagem/](http://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/estrutura-normativa/listagem/)>. Acesso em 3. set. 2018.

<sup>38</sup> vide item 3.1. do presente artigo.

<sup>39</sup> STREIT, Georg. Delisting Light – Die Problematik der Vereinfachung des freiwilligen Rückzuges von der Frankfurter Wertpapierbörse, *ZIP* 2002, 1279 -1289. p. 1281; STREIT, Georg. Anmerkung zur Macrotron-Entscheidung, *ZIP* 2003, p. 392 – 395. p. 392; para uma análise detalhada sobre o contexto do reconhecimento legal do Delisting voluntário na Alemanha, vide BAYER, Walter. Die Delisting-Entscheidungen „Macrotron“ und „Frosta“ des II. Zivilsenats des BGH, *ZfPW* 2015, p. 163–225. p. 166 et seq.

<sup>40</sup> GROß, Wolfgang. *Kapitalmarktrecht*. Kommentar zum Börsengesetz, zur Börsenzulassungs- Verordnung und zum Wertpapierprospektgesetz. 6. ed. München: Beck-online, 2016, § 39 BörsG. para. 9; MENSE, Christian; KLIE, Marcus. Neues zum Going Private – Praxisfragen zur aktuellen Rechtslage zum Delisting, *DStR* 2015, p. 2782 – 2786. p. 2782.

<sup>41</sup> HABERSACK, Mathias. Beendigung der Börsenzulassung, in: HABERSACK, Mathias; MÜLBERT, Peter O.; SCHLITT, Michael (Org.). *Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt*. Köln: Dr. Otto Schmidt, 2013, § 40. p. 1301 – 1325. p. 1312-1313







## 2.2 A evolução da jurisprudência

Até a reforma da BörsG em 2015, os requisitos da deslistagem voluntária eram moldados conforme a jurisprudência dos tribunais superiores alemães, cuja evolução será caso a caso demonstrada.

### 2.2.1 Decisão do BGH no Caso Macrotron

O Bundesgerichtshof (BGH) julgou em 25 de novembro de 2002, no caso Macrotron, recurso interposto pelos acionistas de companhia aberta que, em sede de ação de anulação, visavam à reversão de deliberação da assembleia geral que determinara a saída completa da companhia da Bolsa, através do cancelamento de listagem em ambas as Bolsas (Frankfurt e München) em que as ações eram negociadas (Delisting voluntário e completo).<sup>42</sup>

Conforme entendimento do Tribunal, a queda da fungibilidade das ações causada pela deslistagem geraria elevado prejuízo ao acionista minoritário, eis que após a medida o valor das ações não poderia ser realizado a qualquer momento através de uma operação bursátil. A fungibilidade das ações, por ser um desdobramento do direito de propriedade, seria abrangida pela garantia ao direito de propriedade prevista no Artigo 14 da Constituição Alemã. Assim, de acordo com o BGH a decisão sobre a deslistagem deveria caber não à administração, mas sim à assembleia geral. O tribunal ainda elencou os critérios de tal deliberação: poderia ser

aprovada por uma maioria simples dos acionistas e prescindiria de relatório da diretoria (Vorstandsbericht).<sup>43</sup>

Considerando que a submissão da decisão à assembleia não seria suficiente para proteger integralmente o acionista minoritário, o Tribunal determinou ainda que, deliberada a deslistagem, esta somente poderia se efetivar se os acionistas que não desejassem participar de uma companhia fechada recebessem uma compensação ou reembolso (*Abfindung*) da companhia ou do acionista majoritário correspondente ao valor de suas ações. Ademais, a compensação deveria ser passível de revisão judicial, a fim de garantir que efetivamente corresponda ao valor das ações, nos moldes do processo de revisão de ofertas aplicáveis a questões de reestruturações societárias denominado *Spruchverfahren*, por analogia aos §306 da AkktG e §§ 305 e seguintes da Lei de Reestruturações Societárias (Umwandlungsgesetz)<sup>44</sup>.<sup>45</sup> De acordo com o Tribunal, tal proteção ao acionista minoritário mostrava-se necessária, pois sequer a Lei da Bolsa tampouco os regulamentos das Bolsas aplicáveis conteriam a proteção mínima necessária ao acionista minoritário frente a uma operação de *Delisting*, a qual ocasionaria uma queda no valor das ações e assim um prejuízo de ordem patrimonial ao investidor.<sup>46</sup>

Desta forma, a partir da “Era Macrotron” estabeleceram-se dois requisitos jurisprudenciais para a deslistagem completa da Bolsa de Valores, deduzidos da garantia constitucional à propriedade (Art. 14 GG): de um lado, uma

<sup>42</sup> ALEMANHA. Bundesgerichtshof. II Zivilsenat. Decisão de 25.11.2002 – II ZR 133/01 (“Macrotron”).

<sup>43</sup> ALEMANHA. Bundesgerichtshof. II Zivilsenat. Decisão de 25.11.2002 – II ZR 133/01 (“Macrotron”). p. 12 et seq. Vide GRUNEWALD, Barbara, in GRUNEWALD, B.; SCHLITT, M. *Einführung in das Kapitalmarktrecht*. 3. ed. München: C.H.Beck, 2014. § 16, p. 314, que afirma que o requisito de uma assembleia com tais características não é capaz de garantir qualquer proteção fática ao pequeno investidor, eis que a decisão fica efetivamente a cargo do acionista majoritário; Em outro sentido, segundo Streit, a afirmação sobre o critério da maioria simples não teria força

vinculativa, sendo um “obiter dictum” referido na decisão somente porque no caso o Delisting havia sido aprovado por maioria absoluta. STREIT, Georg. Anmerkung zur Macrotron-Entscheidung, ZIP 2003, p. 392-395. p. 393-394.

<sup>44</sup> Matéria hoje regulada por lei específica ao referido procedimento de revisão: *Spruchverfahrengesetz*.

<sup>45</sup> ALEMANHA. Bundesgerichtshof. II Zivilsenat. Decisão de 25.11.2002 – II ZR 133/01 (“Macrotron”), p. 15 et seq.

<sup>46</sup> ALEMANHA. Bundesgerichtshof. II Zivilsenat. Decisão de 25.11.2002 – II ZR 133/01 (“Macrotron”). p. 15.





deliberação da assembleia geral e, de outro, uma oferta pública de aquisição das ações dos acionistas minoritários, passível de revisão judicial.<sup>47</sup> Muito embora em seu resultado parcialmente saudada pela doutrina, a decisão obteve muitas críticas, especialmente no que tange a sua base dogmática, isto é, a sua fundamentação de ordem constitucional.<sup>48</sup> Muitos afirmavam que o tribunal estaria extrapolando suas competências e a divisão dos poderes, assumindo o papel do legislador.<sup>49</sup> Conforme se verá a seguir este aspecto foi abordado pelo Bundesverfassungsgericht no caso MVS/Lindner.

### 2.2.2 Decisão do Tribunal Constitucional Alemão no Caso MVS/Lindner

No ano 2012 o Tribunal Constitucional Alemão (Bundesverfassungsgericht) proferiu uma importante decisão sobre a saída da Bolsa, na qual analisou dois casos de Delisting.<sup>50</sup> O primeiro consistia em uma reclamação constitucional (Verfassungsbeschwerde) do acionista majoritário de uma sociedade anônima, nos autos de uma ação de revisão do valor da oferta pública (Spruchverfahren) de Delisting ajuizada pelos minoritários. O segundo caso partia da reclamação de acionistas minoritários de uma Sociedade em comandita por ações, que nos autos de uma ação de revisão (Spruchverfahren) requeriam a fixação de uma oferta justa, após a sociedade retirar-se do mercado regulamentado

da Bolsa de Munique com a transferência de suas ações para o mercado de balcão (Freiverkehr) da mesma Bolsa, no segmento denominado m:access (i.e. *Downlisting*), sem a realização prévia de uma assembleia geral ou de uma oferta de aquisição.

Ao contrário do que entendera o BGH, o Bundesverfassungsgericht concluiu que a prerrogativa de negociação das ações no mercado regulamentado não seria abrangida pela proteção constitucional ao direito de propriedade de ações. A saída de uma companhia da Bolsa não justificaria, por si só, a aplicação da garantia prevista no art. 14 da Constituição alemã, pois a sua abrangência pressuporia um prejuízo na estrutura societária ou patrimonial da propriedade da ação, o que não seria desencadeado pela mera limitação da sua fungibilidade. Igualmente, o *Downlisting* operado com a migração do mercado regulamentado para o segmento privado de uma Bolsa não seria capaz de ferir o direito constitucional à propriedade acionária.<sup>51</sup>

Portanto, de acordo com o Bundesverfassungsgericht, não haveria obrigação de uma oferta de aquisição de ações, como pressuposto para o cancelamento de registro de uma companhia. Ao final, contudo, a decisão assegurou aos tribunais a prerrogativa de exigir uma oferta com base na aplicação analógica de dispositivos sobre reestruturações societárias, uma vez que, apesar de afastar a proteção à fungibilidade das ações em um mercado regulamentado do escopo da garantia constitucional da propriedade, o

<sup>47</sup> Vide STREIT, Georg. Anmerkung zur Macrotron-Entscheidung, ZIP 2003, p. 392-395. p. 392-393.

<sup>48</sup> Vide ADOLFF, Johannes; TIEVES, Johannes. Über den rechten Umgang mit einem entschlossenen Gesetzgeber: Die aktienrechtliche Lösung des BGH für den Rückzug von der Börse, BB 2003, p. 797 – 805. p. 798 et seq.; BENECKE, Martina. Gesellschaftsrechtliche Voraussetzungen des Delisting – zur Begründung und Fortentwicklung der neuen Rechtsprechung des BGH zum freiwilligen Rückzug von der Börse, WM 2004, p. 1122 – 1126. p. 1123 et seq.; SCHMIDT, Karsten. Macrotron oder: weitere Ausdifferenzierung des Aktionärsschutzes durch den BGH, NZG 2003, p. 601- 606. p. 603-604; STREIT,

Georg. Anmerkung zur Macrotron-Entscheidung, ZIP 2003, p. 392-395. p. 393 ss: PROBST, Melanie. Rechtsfragen des regulären Börsenrückzugs. Köln: Nomos, 2012. p. 60 et seq.

<sup>49</sup> SCHMIDT, Karsten. Macrotron oder: weitere Ausdifferenzierung des Aktionärsschutzes durch den BGH, NZG 2003, p. 601- 606. p. 603.

<sup>50</sup> ALEMANHA. Bundesverfassungsgericht. Erster Senat. Decisão de 11.07.2012 - 1 BvR 3142/07 (“MVS”/“Lindner”).

<sup>51</sup> ALEMANHA. Bundesverfassungsgericht. Erster Senat. Decisão de 11.07.2012 - 1 BvR 3142/07 (“MVS”/“Lindner”). para. 50 - 69.





Bundesverfassungsgericht afirmou que a exigência de uma oferta pública de aquisição - conforme o caso - estaria de acordo com os limites da intervenção judicial.<sup>52</sup>

### 2.2.3 A decisão do BGH no Caso FRoSTA

Uma mudança drástica da jurisprudência do BGH ocorreu após o julgamento do caso FRoSTA, em 08 de outubro de 2013.<sup>53</sup> Tratava-se aqui de um caso de *Downlisting*, mais especificamente o cancelamento de listagem de uma companhia no mercado regulamentado da Bolsa de Valores de Berlin e a paralela admissão de suas ações no mercado de balcão da Bolsa de Frankfurt (no segmento denominado *Entry Standard*<sup>54</sup>). Insatisfeitos com a ausência de uma oferta de aquisição de suas ações-bem como de deliberação assemblear-os acionistas minoritários ajuizaram uma ação de revisão (*Spruchverfahren*) com o objetivo de fixar uma indenização justa.

Ao invés de se pronunciar exclusivamente sobre o caso concreto de *Downlisting*, o BGH houve por bem revisar todo o entendimento anteriormente fixado no julgamento do caso

Macrotron, redefinindo os requisitos então existentes para a saída do emissor do mercado regulamentado de bolsa alemão. Desde a criação de segmentos especiais do Freiverkehr, o *Downlisting* era utilizado por emissores como uma alternativa ao *Delisting* completo, sendo que, segundo a posição majoritária da doutrina, não se aplicavam a ele os critérios do caso Macrotron, pois a medida não prejudicaria ou, no máximo, influenciaria muito pouco a fungibilidade das ações.<sup>55</sup>

Considerando o entendimento firmado pelo Tribunal Constitucional no sentido de que o *Delisting* não macularia o direito de propriedade acionária<sup>56</sup>, o BGH entendeu que tanto o *Downlisting* como o *Delisting* prescindiriam de uma decisão da assembleia geral e de uma oferta de aquisição de ações aos acionistas minoritários.<sup>57</sup>

A aplicação analógica de normas relativas a reestruturações societárias a fim de garantir o direito de retirada/reembolso aos acionistas minoritários, chancelada pelo Tribunal Constitucional, foi afastada pelo BGH.<sup>58</sup> A decisão baseou-se exclusivamente na regra do

<sup>52</sup> ALEMANHA. Bundesverfassungsgericht. Erster Senat. Decisão de 11.07.2012 - 1 BvR 3142/07 ("MVS"/"Lindner"). para 72 et seq. Conforme Drygala e Staake ao mesmo tempo em que o BVerfG chancelou o resultado do caso Macrotron, haveria lhe retirado o fundamento dogmático. DRYGALA, Tim; STAAKE, Marco. *Delisting als Strukturmaßnahme*, ZIP 2013, p. 905 - 916. p. 905.

<sup>53</sup> ALEMANHA. Bundesgerichtshof. II Zivilsenat. Decisão de 8.10.2013 - II ZB 26/12 ("FRoSTA").

<sup>54</sup> Segmento do Open Markt criado em 2005 pela Deutsche Börse AG, com obrigações aos emissores mais elevadas que as do Freiverkehr regular. Em 1. de março de 2017, o segmento foi substituído pelo SCALE.

<sup>55</sup> ALEMANHA. Oberlandesgericht München. Decisão de 21.5.2008 - 31 Wx 62/07, ZIP 2008, p. 1137; GLIENKE, Tobias; RÖDER, Daniel. "FRoSTA ist für alle da." - Praxisfolgen der BGH-Rechtsprechungsänderung insbesondere für anhängige *Delisting*-*Spruchverfahren*, BB 2014, p. 899-907, p. 901; SEIBT, Christoph H.; WOLLENSCHLÄGER, Bernward. *Downlisting einer börsennotierten Gesellschaft ohne Abfindungsangebot und Hauptversammlungsbeschluss*, AG 2009, 807 - 817, p. 813-814; PASCHOS, Nikolaos; KLAASSEN, Kristina.

*Delisting ohne Hauptversammlung und Kaufangebot - der Rückzug von der Börse nach der Frosta-Entscheidung des BGH*, AG 2014, p. 33-36, p. 155; Outro sentido: BAYER, Walter. *Die Delisting-Entscheidungen „Macrotron“ und „Frosta“ des II. Zivilsenats des BGH*, ZfPW 2015, p. 163-225. p. 218-219; BAYER, Walter. *Aktionärsschutz beim Delisting: Empfehlungen an den Gesetzgeber*, ZIP 2015, p. 853-859. p. 858-859.

<sup>56</sup> ALEMANHA. Bundesverfassungsgericht. Erster Senat. Decisão de 11.07.2012 - 1 BvR 3142/07 ("MVS"/"Lindner").

<sup>57</sup> ALEMANHA. Bundesgerichtshof. II Zivilsenat. Decisão de 8.10.2013 - II ZB 26/12 ("FRoSTA"), para. 2 et seq.

<sup>58</sup> ALEMANHA. Bundesgerichtshof. II Zivilsenat. Decisão de 8.10.2013 - II ZB 26/12 ("FRoSTA"), para. 5 et seq.; Com entendimento e expectativa diversos antes da decisão no caso FRoSTA: KLÖHN, Lars. *Die Auswirkungen von BVerfG, NZG 2012, 826, auf den Rückzug vom Kapitalmarkt und den Segmentwechsel*, NZG 2012, p. 1041 - 1047. p. 1045; HABERSACK, Mathias. "Macrotron" - Was bleibt? ZHR 176 2012, 463-469. p. 464 et seq.; PASCHOS, Nikolaos; KLAABEN, Kristina. *Offene Fragen nach der Entscheidung des BVerfG zum Delisting und Folgen für die Beratungspraxis*, ZIP 2013, p. 154 -160. p.







antigo § 39 Abs. 2 Satz 2 BörsG, que conferiria suficiente proteção aos acionistas, mormente pelo fato de que uma queda da cotação das ações após o anúncio da deslistagem não estaria comprovada.<sup>59</sup> Para tanto, valeu-se o tribunal de um estudo da cotação das ações realizado pelo Instituto acionário alemão (DAI-Deutsche Aktieninstitut)<sup>60</sup>, no qual foram consideradas deslistagens de um período em que os requisitos protecionistas da “Era Macrotron” regiam os participantes do mercado e assim influenciavam o destino das ações deslistadas.<sup>61</sup>

Assim, de acordo com o entendimento no caso FRoSTA-ao contrário do caso Macrotron-a

operação de Delisting independeria de uma assembleia geral ou de uma oferta pública aos acionistas minoritários.<sup>62</sup> Este entendimento foi parcialmente criticado pela doutrina.<sup>63</sup> Após tal guinada na jurisprudência, foram registrados diversos casos de deslistagem no mercado acionário alemão, sem uma correspondente oferta pública aos acionistas minoritários, muitos dos quais foram seguidos por uma queda do preço das ações atingidas pela medida.<sup>64</sup> Tal fato levou as atenções à problemática, sendo o efeito decorrente do caso FRoSTA um dos motivos que

159. Para mais detalhes, vide GRUNEWALD, Barbara, in GRUNEWALD, Barbara; SCHLITT, Michael. *Einführung in das Kapitalmarktrecht*. 3. ed. München: C.H.Beck, 2014. § 16, p. 314.

<sup>59</sup> ALEMANHA. Bundesgerichtshof. II Zivilsenat. Decisão de 8.10.2013 – II ZB 26/12 (“FRoSTA”). para. 13 et seq.

<sup>60</sup> Instituto Acionário Alemão (Deutsches Aktieninstitut), Stellungnahme zu Delisting und Spruchverfahren – Anfrage des Bundesverfassungsgerichtes 1 BvR 3142/07, disponível em:

<[https://www.dai.de/files/dai\\_usercontent/dokumente/positionspapiere/2010-10-](https://www.dai.de/files/dai_usercontent/dokumente/positionspapiere/2010-10-08%20Stellungnahme%20VB%203142-07.pdf)

08%20Stellungnahme%20VB%203142-07.pdf>. Acesso em: 23 Mar 2018.

<sup>61</sup> Vide ADERS, C.; MUXFELD, D.; LILL, F. Die Delisting-Neuregelung und die Frage nach dem Wert der Börsennotierung, *CF* 2015, p. 389-399. p. 391; HELDT, Cordula; ROYÉ, Claudia. Das Delisting-Urteil des BVerfG aus kapitalmarktrechtlicher Perspektive, Empirie und Fragestellungen für den Gesetzgeber, *AG* 2012, p. 660-673, p. 660; BAYER, Walter; HOFFMANN, Thomas. Das „Frosta“-Zeitalter ist zu Ende – ein rechtstatsächlicher Nachruf, *AG* 2015, p. R307 - R309. p. R309.

<sup>62</sup> BUCK-HEEB, Petra. *Kapitalmarktrecht*. Heidelberg: C.F.Müller, 2014. p. 52.

<sup>63</sup> Vide BAYER, Walter. Die Delisting-Entscheidungen „Macrotron“ und „Frosta“ des II. Zivilsenats des BGH, *ZfPW* 2015, p. 163–225. p. 214 et seq.; BAYER, Walter. Aktionärsschutz beim Delisting: Empfehlungen an den Gesetzgeber, *ZIP* 2015, p. 853- 859; KOCH, Jens; HARNOS, Rafael. Die Neuregelung des Delistings zwischen Anleger- und Aktionärsschutz, *NZG* 2015, p. 729 – 737. p. 729; BRELLOCHS, Michael. Der Rückzug von der Börse nach „Frosta“ - Rechtsdogmatische Einordnung, Durchführung und Rechtsschutz in zukünftigen Fällen, *AG* 2014, p. 633-647; HABERSACK, Mathias. Anmerkung zur „Frosta“-Entscheidung, *JZ* 2014, p. 147-149. p. 148, que

descreve a decisão como tragédia/infortúnio („Unglück“). Vide também Publicação do Parlamento Federal Alemão - Bundestagsdrucksache 18/6220, p. 83. Em sentido contrário, favoráveis à decisão FRoSTA: GLIENKE, Tobias; RÖDER, Daniel. *FRoSTA ist für alle da.* - Praxisfolgen der BGH-Rechtsprechungsänderung insbesondere für anhängige Delisting-Spruchverfahren, *BB* 2014, p. 899-907. p. 903 et seq.; LAMPERT, Stephen; WEICHEL, Mario. Wegfall der „Macrotron-Trias“ - Folgen für Umstrukturierungskonstellationen in Konfliktlagen des Aktien- und Kapitalmarktrechts, *WM* 2014, p. 1024-1030. p. 1029- 1030; PASCHOS, Nikolaos; KLAABEN, Kristina. Delisting ohne Hauptversammlung und Kaufangebot – der Rückzug von der Börse nach der Frosta-Entscheidung des BGH, *AG* 2014, 33 -36. p. 34; ROSSKOPF, Gabriele. Delisting zwischen Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht, *ZGR* 2014, 487 – 508. p. 497-498; WASSMANN, Dirk; GLOCK, Jana. Die FRoSTA-Entscheidung des BGH - Das Ende der Macrotron-Grundsätze zum Delisting, *DB* 2014, p. 105 – 109. p. 106-107.

<sup>64</sup> BAYER, Walter; HOFFMANN, Thomas. Die Folgen von Frosta: Zur vorläufigen empirischen „Schadensbilanz“ von BGH v. 8.10.2013 – II ZB 26/12, *AG* 2013, 877, *AG* 2015, p. R55 – R59; BAYER, Walter. Das „Frosta“-Zeitalter ist zu Ende – ein rechtstatsächlicher Nachruf, *AG* 2015, p. R307 - R309.; Igualmente, estudos de economia sobre os efeitos na cotação decorrentes de comunicações sobre deslistagem à luz da decisão FRoSTA: ADERS, C.; MUXFELD, D.; LILL, F. Die Delisting-Neuregelung und die Frage nach dem Wert der Börsennotierung, *CF* 2015, p. 389-399. p. 394 et seq.; Doumet, M; Limbach, P.; Theissen, E. Ich bin dann mal weg: Werteffekte von Delistings deutscher Aktiengesellschaften nach dem Frosta-Urteil, *CFR Working Paper* Nr. 15-14 2015. p. 24 et seq.; Karami, B; Schuster, R. Eine empirische Analyse des Kurs- und Liquiditätseffekts auf die Ankündigung eines Börsenrückzugs am deutschen Kapitalmarkt im Lichte der „FRoSTA“-Entscheidung des BGH, *Working Paper, Bewertung im Recht* 2015, p. 60.







levaram o legislador a alterar a Lei da Bolsa alemã em 2015.<sup>65</sup>

### 2.3 A solução do Legislador

A existência de diferentes tratamentos pelas Bolsas e o questionável desenvolvimento da jurisprudência evidenciaram a necessidade de criação de requisitos legais de proteção ao investidor frente ao Delisting.<sup>66</sup> Os defensores de uma maior proteção aos minoritários dividiam-se entre aqueles que requeriam uma solução na esfera do direito do mercado de capitais<sup>67</sup> ou do direito societário<sup>68, 69</sup>.

O legislador optou por uma solução no âmbito do direito do mercado de capitais, incluindo a regulação do deslistagem na Lei de Transposição da Diretiva Europeia de alteração da

Transparência (Diretiva 2013/50/UE) de 20 de novembro de 2015<sup>70</sup>, que entre outras providências alterou a regra do § 39 da BörsG. Considerou-se que a deslistagem - assim como a listagem - seria uma medida do direito do mercado de capitais e não uma reestruturação societária.<sup>71</sup> Com a nova regra, foram estatuídos novos requisitos protetivos ao investidor, a seguir analisados.

### 3 A DESLISTAGEM CONFORME O ATUAL § 39, ABS. 2-6 BÖRSG

Como visto, a tão controvertida pergunta se a deslistagem deveria depender de uma oferta pública de aquisição dos valores mobiliários e de uma deliberação da Assembleia Geral foi respondida legislativamente no final de 2015.

<sup>65</sup> Vide Publicação do Parlamento Federal Alemão - Bundestagsdrucksache 18/6220, p. 83. Disponível em: <<http://dipbt.bundestag.de/dip21/btd/18/062/1806220.pdf>> Acesso em: 23 Mar 2018.

<sup>66</sup> Vide Publicação do Parlamento Federal Alemão - Bundestagsdrucksache 18/6220, p. 83 et seq. Disponível em: <<http://dipbt.bundestag.de/dip21/btd/18/062/1806220.pdf>> Acesso em: 23 Mar 2018.

<sup>67</sup> Nesse sentido: BRELLOCHS, Michael. Der Rückzug von der Börse nach „Frosta“ - Rechtsdogmatische Einordnung, Durchführung und Rechtsschutz in zukünftigen Fällen, *AG* 2014, p. 633 -647; HABERSACK, Mathias. Stellungnahme zur Aktienrechtsnovelle 2014 (derivado do latim *Novellae* (Novas Leis) de Justiniano, trata-se aqui de reformas de direito acionário, em que o Delisting foi discutido), p. 6 et seq.; HABERSACK, Mathias. Anmerkung zur „Frosta“-Entscheidung, *JZ* 2014, p. 147-149. p. 149: „Auch im Interesse eines funktionsfähigen und Kleinanleger ansprechenden Aktienwesens ist zu hoffen, dass der Gesetzgeber tätig wird und – am besten in § 39 Abs. 2 BörsG – eine am gewichteten und durch die Entscheidung über das Delisting nicht beeinflussten Börsenkurs ausgerichtete Abfindungslösung schafft“; PROBST, Melanie. *Rechtsfragen des regulären Börsenrückzugs*. Köln: Nomos, 2012. p. 300 et seq.; bem como a Manifestação de Noack (p. 7 et seq.) e Koch (p.4 et seq.) à novela de direito acionário.

<sup>68</sup> Nesse sentido: BAYER, Walter. Die Delisting-Entscheidungen „Macrotron“ und „Frosta“ des II. Zivilsenats des BGH, *ZfPW* 2015, p. 163–225. p. 220 et seq.; BAYER, Walter. Aktionärsschutz beim Delisting: Empfehlungen an den Gesetzgeber, *ZIP* 2015, p. 853- 859.

p. 857. DRYGALA, Tim; STAAKE, Marco. Delisting als Strukturmaßnahme, *ZIP* 2013, p. 905 -916. Segundo Drygala e Staake, a lei de reestruturações societárias (Umwandlungsgesetz) deveria ser aplicada analogicamente ao Delisting, uma vez que companhias abertas e fechadas seriam estruturalmente tão diferentes, que corresponderiam a duas formas diversas de companhias por ações, de forma que a saída da Bolsa poderia ser vista como transformação societária.

<sup>69</sup> A principal diferença prática era que uma proteção no âmbito do direito do mercado de capitais demandaria uma oferta pública baseada na cotação dos valores mobiliários, ao passo que o ponto de vista societário pressupunha um laudo de avaliação da companhia passível de revisão (vide §§305 ff., 327a ff. AktG, §29 UmwG). O tratamento do direito societário envolveria, ainda, uma deliberação de assembleia, ao contrário do tratamento da matéria pela BörsG. KOCH, Jens; HARNOS, Rafael. Die Neuregelung des Delistings zwischen Anleger- und Aktionärsschutz, *NZG* 2015, p. 729 – 737. p. 729. p. 735.

<sup>70</sup> ALEMANHA. Gesetz zur Umsetzung der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie de 20 de novembro de 2015. Disponível em: <[https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Downloads/Gesetze/2015-11-25-Transparenzrichtlinie-Aenderungsrichtlinie.pdf?\\_\\_blob=publicationFile&v=3.>](https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Downloads/Gesetze/2015-11-25-Transparenzrichtlinie-Aenderungsrichtlinie.pdf?__blob=publicationFile&v=3.>). Acesso em 4 jul. 2018. A lei entrou em vigor em 27 de novembro de 2015.

<sup>71</sup> Publicação do Parlamento Federal Alemão - Bundestagsdrucksache 18/6220, p. 84.





O legislador condicionou a decisão da Diretoria da Bolsa sobre um Delisting (completo) envolvendo os valores mobiliários descritos no § 2 Absatz 2 WpÜG<sup>72</sup> - i.e. ações, certificados e demais valores mobiliários que tenham como objeto a compra de ações ou certificados à existência de uma oferta pública de aquisição de todos os valores mobiliários objeto do pedido de Delisting, passível de revisão (§ 39 Abs. 2 Nr. 1 BörsG).

Caso os valores mobiliários objeto do Delisting permaneçam admitidos em outro mercado regulamentado nacional ou em um mercado organizado de outro estado do Espaço Econômico Europeu, o pedido prescinde de uma oferta pública (§ 39 Abs. 2 Nr. 2 BörsG). Ou seja, os emissores podem retirar seus valores mobiliários do mercado regulamentado alemão independentemente da realização de uma oferta pública de aquisição, quando a negociação dos respectivos valores mobiliários for mantida em um mercado equivalente (saída parcial). É importante frisar que este mercado deve prever requisitos equivalentes para a deslistagem, quais sejam, a exigência de oferta pública de aquisição

ou a permanência de listagem em outro mercado, para que o requisito seja efetivamente dispensado (§ 39 Abs. 2 Nr. 2 BörsG). A opção por esta regra fundamenta-se no risco de evasão pelos emissores, que poderiam em uma etapa preliminar - listar seus valores mobiliários em um mercado com menos requisitos para a deslistagem, pretendendo exclusivamente fugir da oferta pública.<sup>73</sup>

Por outro lado, o estabelecimento de uma competência da assembleia geral para deliberar sobre a deslistagem foi rejeitado.<sup>74</sup> É discutível se às Bolsas é permitido estabelecer outros requisitos à deslistagem, muito embora tenha sido mantido a regra segundo a qual „normas detalhadas sobre a deslistagem são objeto do regulamento da Bolsa”<sup>75, 76</sup>

A unificação e elevação da proteção ao investidor como resultado da nova regra foi muito aplaudida<sup>77</sup>, apesar de esta ter recebido igualmente críticas, sobretudo no que tange ao tratamento exclusivo de direito do mercado de capitais e a consequente ausência de uma assembleia e de um laudo de avaliação<sup>78</sup>, aos

<sup>72</sup> § 2 Abs. 2 WpÜG: „Wertpapiere sind, auch wenn für sie keine Urkunden ausgestellt sind, 1. Aktien, mit diesen vergleichbare Wertpapiere und Zertifikate, die Aktien vertreten, 2. andere Wertpapiere, die den Erwerb von Aktien, mit diesen vergleichbaren Wertpapieren oder Zertifikaten, die Aktien vertreten, zum Gegenstand haben“.

<sup>73</sup> Publicação do Parlamento Federal Alemão - Bundestagsdrucksache 18/6220, p. 86.

<sup>74</sup> Publicação do Parlamento Federal Alemão - Bundestagsdrucksache 18/6220, p. 86. Outra era a expectativa em: BAYER, Walter. Die Delisting-Entscheidungen „Macrotron“ und „Frosta“ des II. Zivilsenats des BGH, *ZfPW* 2015, p. 163-225. p. 218-219; BAYER, Walter. Aktionärsschutz beim Delisting: Empfehlungen an den Gesetzgeber, *ZIP* 2015, 853- 859. p. 858.

<sup>75</sup> Original: „nähere Bestimmungen über den Widerruf sind in der Börsenordnung zu treffen“ (§ 39, Abs. 5, Satz 3 BörsG).

<sup>76</sup> Resistentes a uma margem discricionária da Bolsa: KOCH, Jens; HARNOS, Rafael. Die Neuregelung des Delistings zwischen Anleger- und Aktionärsschutz, *NZG* 2015, p. 729 - 737. p. 731; KOCHER, Dirk; SEIZ, Elke. Das neue Delisting nach § 39 Abs. 2-6 BörsG, *DB* 2016, p.

153 - 158; GROß, Wolfgang. Die Neuregelung des Anlegerschutzes beim Delisting, *AG* 2015, p. 812 - 819. p. 814. Anteriormente à nova lei, críticas ao estabelecimento de restrições pelos regulamentos das Bolsas: HELLWIG, Hans-Jürgen; BORMANN, Michael. Die Abfindungsregeln beim Going Private - Der Gesetzgeber ist gefordert!, *ZGR* 2002, p. 465-496. p. 467 et seq.; em sentido contrário, a favor da autonomia da Bolsa: ROSSKOPF, Gabriele. Delisting zwischen Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht, *ZGR* 2014, 487 - 508. p. 505 - 506.

<sup>77</sup> Vide ADERS, C.; MUXFELD, D.; LILL. Die Delisting-Neuregelung und die Frage nach dem Wert der Börsennotierung, *CF* 2015, p. 389-399; BAYER, Walter. Delisting: Korrektur der Frosta-Rechtsprechung durch den Gesetzgeber, *NZG* 2015, p. 1169 - 1178; MENSE, Christian; KLIE, Marcus. Neues zum Going Private - Praxisfragen zur aktuellen Rechtslage zum Delisting, *DSrR* 2015, p. 2782 - 2786. p. 2782; GROß, Wolfgang. Die Neuregelung des Anlegerschutzes beim Delisting, *AG* 2015, p. 812 - 819.

<sup>78</sup> Vide BAYER, Walter. Delisting: Korrektur der Frosta-Rechtsprechung durch den Gesetzgeber, *NZG* 2015, p. 1169 - 1178, p. 1172 et seq.; GOETZ, Axel. Fragwürdige





mecanismos de tutela jurisdicional previstos<sup>79</sup>, à inclusão do Downlisting ao Freiverkehr qualificado (mercado de balcão com exigências mais elevadas aos participantes, que cada vez mais se aproximam das impostas ao mercado regulamentado) no âmbito de aplicação da lei<sup>80</sup>, e até mesmo com relação às consequências negativas da nova regra sobre a atratividade do mercado de capitais da Alemanha<sup>81</sup>. Recentemente, a desnecessidade de uma proteção generalizada dos minoritários foi levantada por autores que defendem que a unificação dos requisitos e uma oferta padrão apenas prejudicariam a livre concorrência entre as Bolsas de Valores.<sup>82</sup>

Interessante verificar que, no Brasil, uma Oferta Pública de Aquisição de ações (OPA) como forma de proteger o investidor perante a

deslistagem é prevista desde 1978 na concepção de Instruções da CVM<sup>83</sup>, posteriormente incluída na Lei das S.A. com as reformas promovidas pela Lei 10.303/2001. Ao contrário da Alemanha, a deslistagem-apesar de também não se submeter à assembleia geral<sup>84</sup>-acaba passando pelo crivo dos minoritários no Brasil<sup>85</sup>, que são resguardados por uma série de peculiaridades introduzidas ao longo do tempo, a seguir referidas.

O potencial prejuízo do investidor frente a uma deslistagem, seja pela perda da liquidez, seja pela diminuição da transparência da companhia, é incontroverso na doutrina brasileira, que não questiona a necessidade de uma OPA como requisito da deslistagem.<sup>86</sup> Tanto é assim, que ao contrário da Alemanha, discussões no Brasil trataram sobre a extensão do procedimento de cancelamento de registro e da OPA a operações

Neuregelung des Börsenrückzugs, *BB* 2015, p. 2691-2694. p. 2692-2693.

<sup>79</sup> Vide KOCHER, Dirk; SEIZ, Elke. Das neue Delisting nach § 39 Abs. 2-6 BörsG, *DB* 2016, p. 153 – 158; KOCH, Jens; HARNOS, Rafael. Die Neuregelung des Delistings zwischen Anleger- und Aktionärsschutz, *NZG* 2015, p. 729 – 737. p. 735 et seq.; MENSE, Christian; KLIE, Marcus. Neues zum Going Private – Praxisfragen zur aktuellen Rechtslage zum Delisting, *DStR* 2015, p. 2782 – 2786. p. 2785-2786.

<sup>80</sup> Vide BUNGERT, Hartwin; LEYENDECKER-LANGNER, Benjamin. Unternehmensbewertung oder Durchschnittsbörsenkurs beim Delisting? - Die Diskussion um den aktuellen Gesetzesvorschlag, *DB* 2015 p. 2251 – 2256; GOETZ, Axel. Fragwürdige Neuregelung des Börsenrückzugs, *BB* 2015, p. 2691-2694. p. 2693-2694.

<sup>81</sup> Vide BUNGERT, Hartwin; LEYENDECKER-LANGNER, Benjamin. Unternehmensbewertung oder Durchschnittsbörsenkurs beim Delisting? - Die Diskussion um den aktuellen Gesetzesvorschlag, *DB* 2015 p. 2251 – 2256.

<sup>82</sup> Vide THOMALE, Chris; WALTER, Andreas. Delisting als Regulierungsaufgabe, *ZGR* 2016. p. 679-728. p. 680: “The commonly shared objective has been to construe corporate law such as any delisting to entail a compulsory tender offer to minority shareholders. This effort eventually culminated in recent regulatory action by the German legislator, amending § 39 Börsengesetz (German Stock Exchange Code) accordingly. Throughout recent developments, however, the lack of empirical evidence and conceptual economic understanding of delisting have been ignored, most legal academics simply assuming, as a matter of untested intuition, that minority shareholders across the

board were in need of protection against delistings. Our empirical study of market reactions to delisting announcements suggests that there is no such general need of protection. Rather, the former § 39 Börsengesetz, which left it to Securities and Exchange Authorities’ discretion of each given Stock Exchange to take protective action on a case-by-case basis, is the more efficient regulatory choice.”

<sup>83</sup> Com base na competência conferida pelo Art. 21 § 6 da Lei 6.385/76, a CVM regulou a matéria pela primeira vez através da I-CVM 03/1978.

<sup>84</sup> Desde a entrada em vigor da Lei 10.303/2001, não há no Brasil uma competência obrigatória da assembleia geral para deliberar sobre o cancelamento de registro, que na prática se mostrava inócua devido à participação dos controladores. Nesse sentido, CANTIDIANO, Luiz Leonardo. O Cancelamento de registro de companhia aberta, in: Pereira, Antônio Celso Alves; Mello, Celso Renato Duvivier de Albuquerque. Estudos em homenagem a Carlos Alberto Menezes Direito. Rio de Janeiro: Renovar, 2003. p. 459. Em sentido contrário, defendendo a importância da AGE: SIQUEIRA, Carlos Augusto Junqueira de. Fechamento do Capital Social: Oferta pública de Aquisição de Ações e Outras Modalidade. Ribeirão Preto: Migalhas, 2010. p. 51 e seq.

<sup>85</sup> Vide item 3.2.4.

<sup>86</sup> vide, entre outros, CARVALHOSA, *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*, Vol. 1. 5 Ed. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 76-77; GORGA, Érica. *Direito Societário Atual*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2013. p. 209 et seq.; SIQUEIRA, Carlos Augusto Junqueira de. *Fechamento do Capital Social: Oferta pública de Aquisição de Ações e Outras Modalidade*. Ribeirão Preto: Migalhas, 2010. p. 54 e seq.







societárias que geram uma saída da Bolsa, como o emblemático caso da incorporação de ações para a conversão de companhia aberta em subsidiária integral, sendo o atual entendimento consolidado da CVM de que a incorporação de ações configura procedimento legal diverso e, a princípio (desde que não vise contornar hipóteses legais), legítimo.<sup>87</sup>

### 3.1 Âmbito de aplicação

A nova regra pressupõe em seu campo de proteção uma deslistagem completa de um emissor do mercado Regulamentado alemão. Tendo em vista que o *Freiverkehr* não integra o mercado regulamentado, uma migração para este mercado (*Downlisting*) - ainda que para o *Freiverkehr* qualificado - é considerada um *Delisting* completo<sup>88</sup> e, portanto, abrangida pelo campo de aplicação da nova regra.<sup>89</sup>

Desta forma, uma oferta pública de aquisição também é obrigatória no caso de *Downlisting* de um emissor, exceto se houver a

manutenção de uma listagem em outro mercado regulamentado ou equivalente (§ 39 Abs. 2 Satz 3 Nr. 2 BörsG). Conforme Bayer, tal regra ocasionará muito provavelmente uma queda no número de companhias optando por um *Downlisting* ao *Freiverkehr*.<sup>90</sup> A discussão na doutrina sobre a necessidade de uma flexibilização dos requisitos do *Downlisting* ao *Freiverkehr* qualificado foi reforçada com a nova regra.<sup>91</sup>

Por outro lado, justamente por ser o *Freiverkehr* submetido à regulação privada, a saída deste mercado não obriga o emissor a realizar uma oferta pública.<sup>92</sup> Da mesma forma, um *Downgrading*, isto é, a mudança entre segmentos do mercado regulamentado - por exemplo a migração de um segmento com maior nível de governança corporativa para um segmento tradicional - igualmente não gera a aplicação da nova regra.

<sup>87</sup> Sobre a discussão, vide, entre outros, EIZIRIK, Nelson *et al.* *Mercado de Capitais – Regime Jurídico*. 3. Ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 597.

<sup>88</sup> GRUNEWALD, Barbara, in GRUNEWALD, Barbara; SCHLITT, Michael. *Einführung in das Kapitalmarktrecht*. 3. ed. München: C.H.Beck, 2014. § 16, p. 312.

<sup>89</sup> BAYER, Walter. *Delisting: Korrektur der Frosta-Rechtsprechung durch den Gesetzgeber*, *NZG* 2015, p. 1169 – 1178. p. 1176; KOCH, Jens; HARNOS, Rafael. Die Neuregelung des Delistings zwischen Anleger- und Aktionärsschutz, *NZG* 2015, p. 729 – 737. p. 732; GROß, Wolfgang. Die Neuregelung des Anlegerschutzes beim Delisting, *AG* 2015, p. 812 – 819. p. 814.

<sup>90</sup> BAYER, Walter. *Delisting: Korrektur der Frosta-Rechtsprechung durch den Gesetzgeber*, *NZG* 2015, p. 1169 – 1178. p. 1176.

<sup>91</sup> Críticas à inclusão do *Downlisting* no campo de aplicação da nova regra: BUNGERT, Hartwin; LEYENDECKER-LANGNER, Benjamin. Unternehmensbewertung oder Durchschnittsbörsenkurs beim Delisting? - Die Diskussion um den aktuellen Gesetzesvorschlag, *DB* 2015 p. 2251 – 2256; GOETZ, Axel. Fragwürdige Neuregelung des Börsenrückzugs, *BB* 2015, p. 2691-2694. p. 2693-2694. Anteriormente, contra a aplicação dos princípios do Macrotron ao *Downlisting* ao *Freiverkehr* qualificado: vide nota de rodapé 55. Em sentido oposto: BAYER, Walter. *Delisting: Korrektur der Frosta-Rechtsprechung durch den*

*Gesetzgeber*, *NZG* 2015, p. 1169 – 1178. p. 1176; BUCKEL, J.; GLINDEMANN, J.; VOGEL, C. Delisting nach “Frosta” – Eckpunkte für eine gesetzliche Regelung, *AG* 2015, p. 373-381. p. 376; KOCH, Jens; HARNOS, Rafael. Die Neuregelung des Delistings zwischen Anleger- und Aktionärsschutz, *NZG* 2015, p. 729 – 737. p. 731; manifestações anteriores à nova regra: BAYER, Walter. Die Delisting-Entscheidungen „Macrotron“ und „Frosta“ des II. Zivilsenats des BGH, *ZfPW* 2015, p. 163–225. p. 218-219; BAYER, Walter. Aktionärsschutz beim Delisting: Empfehlungen an den Gesetzgeber, *ZIP* 2015, 853- 859. p. 858-859: segundo Bayer, uma facilitação do *Downlisting* – enquanto a fronteira da negociação regulamentada estiver acima do *Freiverkehr* – poderia acarretar desvios dos emissores através do que o autor denomina deslistagem escalonada (*gestuftes Delisting*) sem proporcionar um evento de liquidez aos minoritários; HABERSACK, Mathias. „Macrotron“ – Was bleibt? *ZHR* 176 2012, 463-469. p. 465.

<sup>92</sup> BAYER, Walter. *Delisting: Korrektur der Frosta-Rechtsprechung durch den Gesetzgeber*, *NZG* 2015, p. 1169 – 1178. p. 1176; KOCH, Jens; HARNOS, Rafael. Die Neuregelung des Delistings zwischen Anleger- und Aktionärsschutz, *NZG* 2015, p. 729 – 737. p. 732; GROß, Wolfgang. Die Neuregelung des Anlegerschutzes beim Delisting, *AG* 2015, p. 812 – 819. p. 814.







Em 2003, após o encerramento do *Neuer Markt*<sup>93</sup>, a Bolsa de Frankfurt dividiu o seu mercado regulamentado em dois segmentos de negociação: o *General Standard* e *Prime Standard*<sup>94</sup>. Muito embora o *Prime Standard* contenha requisitos de listagem superiores aos legais, a Bolsa não previu a necessidade de uma oferta pública como requisito à migração deste segmento para o *General Standard* (*Downgrading*).<sup>95</sup>

Considerando a importância para o mercado de capitais brasileiro do Novo Mercado e demais segmentos especiais de listagem da B3-atualmente única Bolsa de Valores em operação no mercado acionário brasileiro, é interessante traçar um paralelo com as regras de saída destes Segmentos. Desde a sua criação em 2000 pela então Bovespa, foram estabelecidas regras que condicionam a saída dos segmentos especiais a uma OPA, com exceção do Nível 1, ainda que persista a negociação no segmento tradicional de bolsa.<sup>96</sup> A medida autorregulatória garante uma fidelização das companhias com o segmento e protege os acionistas que investiram no nível mais elevado de governança corporativa.

Recentemente, OPAs de saída do Novo Mercado e demais segmentos especiais da B3 (e.g. casos Diagnósticos da América, Net e Camargo Correia) com requisitos que na prática se mostraram menos rigorosos que os de uma OPA de cancelamento de registro na CVM-devido à participação do controlador na assembleia sobre a deslistagem, à impossibilidade de exigir um novo laudo de avaliação e à ausência de quórum mínimo de aceitação - acarretaram reclamações dos investidores, que alegaram a tentativa da companhia de se esquivar do procedimento de cancelamento de registro. Este foi um dos motivos que levaram à recente reforma pela B3 das regras dos segmentos especiais, que, parcialmente aprovada no ano de 2017, ao mesmo tempo em que simplificou a operação ao abdicar de requisitos anteriormente exigidos<sup>97</sup>, elevou o rigor sobre a saída do Novo Mercado, aproximando-a ao procedimento de cancelamento de registro na CVM (com a diferença de que o

<sup>93</sup> Antigo segmento do Freiverkehr da Deutsche Börse AG que serviu de inspiração para o Novo Mercado da Bovespa (atualmente denominada B3) mas, sem alcançar o mesmo sucesso do homônimo brasileiro, foi encerrado em 2003.

<sup>94</sup> Companhias listadas neste segmento submetem-se a requisitos de transparência com padrões internacionais, entre outros, a publicação de informações trimestrais (Quartalsberichte) e calendário de eventos corporativos em idioma alemão e inglês. A listagem no *Prime Standard* é, ainda, condição para a inclusão nos índices DAX. BUCK-HEEB, Petra. *Kapitalmarktrecht*. Heidelberg: C.F.Müller, 2014. para. 145. p. 37; HAMMEN, Horst; KÜMPEL, Siegfried. *Börsenrecht – Eine systematische Darstellung*. 2. Ed. Berlin: Erich Schmidt Verlag, 2003. p. 228 et seq. HAMMEN, Horst. *Swinging of the pendulum – Zulassung von Wertpapieren zum Börsenhandel zwischen Gesetzgebung und Selbstregulierung*, in: *Festschrift für Gerd Nobbe*, Köln 2009, 583 – 599, 593. Sobre o processo de listagem neste segmento, vide: TRAPP, Christoph. *Börsenzulassungsverfahren*. in: HABERSACK, Mathias; MÜLBERT, Peter O.; SCHLITT, Michael (Org.). *Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt*. Köln: Dr. Otto Schmidt, 2013, § 37. p. 1193 – 1218. p. 1204.

<sup>95</sup> A Bolsa de Frankfurt determina exclusivamente o prazo de três meses entre a divulgação e a execução do cancelamento da listagem especial no *Prime Standard*. Cf. § 57 Börsenordnung FWB (versão de 11.06.2018), disponível em: <<http://www.xetra.com/xetra-de/meta/regelwerke/Boersenordnung-fuer-die-Frankfurter-Wertpapierboerse/1378772>> Acesso em 20 jun. 2018.

<sup>96</sup> Vide Regulamentos de listagem do Novo Mercado e demais segmentos especiais, disponíveis em: <[http://www.bmfbovespa.com.br/pt\\_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/](http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/)> Acesso em: 20 jun. 2018. Vide PITTA, André Grunspun. Art. 21. In: CORDONIZ, Gabriela; PATELLA, Laura. *Comentários à Lei do Mercado de Capitais. Lei N. 6.385/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 427 -478. p. 443 et seq.

<sup>97</sup> Estes consistiam na realização de assembleia geral para deliberar sobre a saída e escolher a empresa responsável pelo laudo de avaliação, bem assim a necessidade de a oferta corresponder, no mínimo, ao valor econômico da companhia. O critério da escolha do avaliador e do valor econômico também eram exigidas para o procedimento de cancelamento de registro na CVM.





quórum de aceitação foi fixado em 1/3 das ações em circulação).<sup>98</sup>

Por fim, quanto à territorialidade, conforme o § 39 Abs. 4 BörsG, a regra também é aplicável a companhias com sede no exterior. Assim, não apenas a saída de uma companhia alemã pressupõe uma oferta pública, como também a deslistagem de companhias estrangeiras cujas ações ou demais valores mobiliários na forma do § 2 Abs. 2 WpÜG estejam admitidos à negociação em um mercado regulamentado alemão.

### 3.2 A oferta pública de aquisição

O Legislador remeteu a tão discutida oferta de aquisição para os dispositivos da Lei sobre ofertas públicas de aquisição de valores mobiliários - Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, WpÜG (§ 39 Abs. 2 Satz 3 BörsG). Conforme o § 2 Abs. 1 WpÜG, ofertas públicas de aquisição são aquelas ofertas voltadas à aquisição ou permuta de valores mobiliários, que podem ser facultativas ou obrigatórias por força de alguma disposição da mesma lei.<sup>99</sup>

Ofertas públicas de aquisição consistem, portanto, em ofertas facultativas ou obrigatórias

para aquisição dos valores mobiliários abrangidos pela lei. Dentre as ofertas facultativas estão a oferta pública simples e a oferta para aquisição de controle, que tem como objeto a tomada de controle da companhia alvo.<sup>100</sup> Ofertas obrigatórias decorrem do imperativo de ofertar a aquisição de todas as ações de uma companhia, após uma aquisição mediata ou imediata de seu controle, exceto se tal aquisição já houver decorrido de uma oferta pública (§ 35 WpÜG). Diferentemente do Brasil, existe uma definição quantitativa especial de controle para fins da disciplina de oferta pública, consistente na detenção de pelo menos 30% do capital votante (§ 29 Abs. 2 WpÜG).<sup>101</sup>

Ao passo que os dispositivos sobre ofertas simples (§§ 10-28 WpÜG) são automaticamente aplicáveis à oferta de Delisting, as regras especiais sobre a oferta para aquisição de controle e a oferta obrigatória apenas se aplicam se houver uma determinação explícita.<sup>102</sup> Existem, contudo, algumas peculiaridades previstas no § 39 BörsG em comparação com a Lei de Ofertas Públicas de Aquisição: A oferta deve prever o pagamento em moeda corrente (§ 39 Abs. 3 Satz 2 BörsG); São assim vedadas ofertas de permuta de ações, a

<sup>98</sup> A respeito, vide comunicação ao mercado da Associação de Investidores no mercado de capitais (AMEC) sobre OPAs Unificada de 10 abr. 2012 e posterior Carta à BM&FBovespa, de 30 jul. 2015, disponíveis em: <<https://www.amecbrasil.org.br/>> Acesso em 20 jun. 2018. Vide também YOKOI, Yuki. Sem intimidação. Capital Aberto n. 105, 2012, passim. Disponível em <<https://capitalaberto.com.br/temas/sem-intimidacao/#.Wy0dvaczbiU>>. Acesso em 20 jun. 2018. Sobre o processo de revisão das regras do Novo Mercado e atual versão do Regulamento, vide: <[http://www.bmfbovespa.com.br/pt\\_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/novo-mercado/](http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/novo-mercado/)>. Acesso em 3 set. 2018. A opção mais rigorosa do regulamento com o quórum de aceitação de 2/3 não obteve a aprovação necessária das companhias listadas no Novo Mercado. A revisão do regulamento do Nível 2 não foi em nenhum aspecto aprovada.

<sup>99</sup> Conforme já referido, para os efeitos desta lei, na forma de seu § 2 Abs. 2, consideram-se valores mobiliários apenas ações, valores mobiliários semelhantes a ações, certificados

e outros valores mobiliários que confirmam a seus titulares a compra destes.

<sup>100</sup> BUCK-HEEB, Petra. *Kapitalmarktrecht*. Heidelberg: C.F.Müller, 2014. p. 238

<sup>101</sup> Acerca do controle societário e práticas de aquisição no Brasil, vide CEREZETTI, Sheila Christina Neder. A aquisição de controle de companhias abertas no Brasil: por uma disciplina atenta às diferentes estruturas acionárias. *Mitteilungen der Deutsch-Brasilianischen Juristenvereinigung*. n. 1, p. 15- 28, 2011, *passim*. Cumpre referir que a introdução de uma oferta pública obrigatória em caso de aquisição de participação relevante (apelidada de OPA 30) nos moldes da diretiva europeia sobre Takeover (2004/25/CE) foi repetidamente proposta em revisões do regulamento do Novo Mercado, sendo mais uma vez rejeitada pelas companhias listadas na última revisão ocorrida em 2017. Como bem referido por Cerezetti, tal previsão não se confunde com a chamada *poison pill* brasileira, notoriamente utilizada por controladores como forma de dificultar a troca do controle.

<sup>102</sup> Publicação do Parlamento Federal Alemão - Bundestagsdrucksache 18/6220, p. 84.





princípio permitidas na Lei das Ofertas Públicas de Aquisição; A oferta também não pode estabelecer condições (§ 39 Abs. 3 Satz 1 BörsG).<sup>103</sup>

As ofertas públicas são a princípio vinculantes.<sup>104</sup> Alterações submetem-se aos requisitos do § 21 WpÜG. Aqui aplica-se a regra geral de que apenas alterações a favor do acionista são permitidas.<sup>105</sup> Considerando que condições não são permitidas na oferta do Delisting e que esta somente pode prever o pagamento em moeda corrente, parece que apenas uma das hipóteses listadas no § 21 WpÜG aplicar-se-ia à oferta em questão, qual seja, o aumento do valor da oferta (§ 21 Abs. 1 Nr. 1 WpÜG).<sup>106</sup>

No Brasil, ofertas condicionadas são permitidas na deslistagem. Ademais, muito embora ao contrário da Alemanha, não se proceda a uma análise de uma segunda listagem para fins de afastar a exigência de uma oferta pública, mesmo porque atualmente apenas uma Bolsa de Valores se encontra em operação, ofertas de permutas são permitidas. Isso possibilita a permuta das ações deslistadas por ações de outra companhia aberta ou certificados de depósitos de ações (BDR).<sup>107</sup>

### 3.2.1 O Proponente

Apesar de o legislador ter estabelecido uma espécie de oferta obrigatória como requisito para a deslistagem completa, ele não definiu quem está obrigado a apresentar a proposta. Possivelmente foi sua intenção deixar a questão aberta, limitando-se a determinar que a publicação de uma oferta pública deve preceder o pedido de Delisting. Pode-se partir do pressuposto que em regra é o acionista majoritário interessado no Delisting quem apresenta a oferta, mas que terceiros não estão impedidos de fazê-lo.<sup>108</sup> A própria companhia também pode vir a ser proponente, desde que os limites para a compra de ações próprias sejam observados (§ 71 AktG).<sup>109</sup>

Ao passo que as instruções anteriores da CVM obrigavam o controlador a promover a oferta pública e inclusive vedava-o de repassar os custos desta operação para a companhia, a atual legislação brasileira (desde a Lei 10.303/2001) expressamente faculta não só ao controlador, mas também à própria companhia a realização da OPA para deslistagem. Igualmente segundo o direito brasileiro, são impostos limites para tal atuação da companhia, que deve respeitar o princípio da integridade do capital social.<sup>110</sup>

<sup>103</sup> Vide Publicação do Parlamento Federal Alemão – Bundestagsdrucksache 18/6220, p. 85: „Das Angebot nach Absatz 2 Satz 3 Nummer 1 ist daher nach Absatz 3 Satz 1 bedingungsfeindlich: Es darf insbesondere weder unter die Bedingung eines Beschlusses der Gesellschafterversammlung des Bieters gestellt werden, noch vom Erreichen einer bestimmten Mindestannahmequote abhängig gemacht werden. §§ 18 und 25 WpÜG finden dementsprechend im Rahmen eines Angebots nach Absatz 2 Satz 3 Nummer 1 keine Anwendung.”

<sup>104</sup> BUCK-HEEB, Petra. *Kapitalmarktrecht*. Heidelberg: C.F.Müller, 2014. p. 246

<sup>105</sup> BUCK-HEEB, Petra. *Kapitalmarktrecht*. Heidelberg: C.F.Müller, 2014. p. 246

<sup>106</sup> As demais hipóteses são: Ofertar uma alternativa de contraprestação; diminuir o percentual de participação cuja aquisição é condicionada pela proposta; e renunciar a condições. (§ 21 Abs. 1 Nr. 2-4 WpÜG).

<sup>107</sup> Foi o que ocorreu, por exemplo, na deslistagem do Banco Santander S.A. do Nível 2 da B3, em que a OPA registrada pela CVM ofertava aos acionistas a permuta de suas ações por BDR nível III, certificados representativos de ações do Santander Espanha. (Cf. Decisão da CVM no processo de registro da OPA nr. RJ-2014-6527 do Banco Santander S.A. de 05.09.2014)

<sup>108</sup> GOETZ, Axel. Fragwürdige Neuregelung des Börsenrückzugs, *BB* 2015, p. 2691-2694. p. 2692-2693; KOCH, Jens; HARNOS, Rafael. Die Neuregelung des Delistings zwischen Anleger- und Aktionärsschutz, *NZG* 2015, p. 729 – 737. p. 734; MENSE, Christian; KLIE, Marcus. Neues zum Going Private – Praxisfragen zur aktuellen Rechtslage zum Delisting. *DStR* 2015, p. 2782 – 2786. p. 2783.

<sup>109</sup> KOCH, Jens; HARNOS, Rafael. Die Neuregelung des Delistings zwischen Anleger- und Aktionärsschutz, *NZG* 2015, p. 729 – 737. p. 734.

<sup>110</sup> EIZIRIK, Nelson *et al.* *Mercado de Capitais – Regime Jurídico*. 3. Ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 587.







### 3.2.2 Formação do preço

#### a) Regra-Cotação da ação em Bolsa

Como visto, a oferta deve conter um preço em moeda corrente (§ 39 Abs. 3 Satz 3 BörsG). Para a formação deste preço aplica-se, a princípio, o § 31 WpÜG e os respectivos dispositivos do Regulamento sobre ofertas públicas de aquisição<sup>111</sup> (§ 39 Abs. 3 Satz 2 BörsG). Nesse sentido, a oferta deve ser justa e levar em consideração a média da cotação das ações da companhia e de aquisições de valores mobiliários da companhia através do proponente, de pessoas relacionadas ou de sociedades controladas (§ 31, Abs. 1 WpÜG). Ao passo que a WpÜG-Angebotsverordnung prevê um período de referência de três meses, o valor da oferta de Delisting deve corresponder no mínimo à média da cotação dos valores mobiliários dos seis meses anteriores à divulgação do ato relevante sobre a oferta pública (na forma do § 14 Abs. 2 Satz 1 ou § 35 Abs. 1 Satz 1 WpÜG).<sup>112</sup>

Um preço baseado na cotação bursátil tem como objetivo garantir segurança jurídica na formação do preço, sendo o critério escolhido pelo legislador para a oferta do Delisting sob o fundamento de que a Jurisprudência do Bundesverfassungsgericht considera que um

Delisting prejudica a liquidez das ações, contudo não tem influência sobre a participação do acionista na sociedade e, assim, ao contrário de uma transformação societária ou um *Squeeze-out*, não carece de um laudo de avaliação como base para o preço.<sup>113</sup>

#### b) Exceção: Laudo de Avaliação

Há, contudo, o perigo de que a adequação da cotação dos valores mobiliários seja prejudicada por questões relacionadas a informações relevantes ou alguma manipulação do mercado. Neste caso, uma indenização baseada na cotação não seria capaz de conferir proteção suficiente ao investidor, motivo pelo qual o legislador previu casos especiais em que um laudo de avaliação deva compor o preço da oferta.<sup>114</sup> Conforme o § 39 Abs. 3 Satz 3 Nr. 1 e 2 BörsG, isso ocorre quando o emissor não houver divulgado um fato relevante ou houver publicado uma informação inverídica ou quando ele ou o proponente violarem a proibição de manipulação do mercado, exceto se a violação tiver pouca influência sobre a cotação.

Um laudo de avaliação também deverá servir de parâmetro para a oferta quando a cotação for por si só inadequada. Isso pode ocorrer quando, durante o período de referência (seis meses), tenha havido cotação em menos de um

GORGA, Érica. *Direito Societário Atual*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2013. p. 227-228

<sup>111</sup> Verordnung über den Inhalt der Angebotsunterlage, die Gegenleistung bei Übernahmeangeboten und Pflichtangeboten und die Befreiung von der Verpflichtung zur Veröffentlichung und zur Abgabe eines Angebots (WpÜG-Angebotsverordnung) de 27 de dezembro de 2001.

<sup>112</sup> Favorável à elevação do período de relevância: GROß, Wolfgang. Die Neuregelung des Anlegerschutzes beim Delisting, AG 2015, p. 812 – 819. p. 818.

<sup>113</sup> Publicação do Parlamento Federal Alemão - Bundestagsdrucksache 18/6220, p. 84; Favorável à regra: BRELLOCHS, Michael. Der Rückzug von der Börse nach „Frosta“ - Rechtsdogmatische Einordnung, Durchführung und Rechtsschutz in zukünftigen Fällen, AG 2014, p. 633-647. p. 644. Críticos quanto à prevalência de uma compensação baseada no curso médio da Bolsa sobre o real

valor da empresa: BAYER, Walter. Delisting: Korrektur der Frosta-Rechtsprechung durch den Gesetzgeber, NZG 2015, p. 1169 – 1178. p. 1172 et seq.; GOETZ, Axel. Fragwürdige Neuregelung des Börsenrückzugs, BB 2015, p. 2691-2694. p. 2692-2693; vide também: ADERS, C.; MUXFELD, D.; LILL, F. Die Delisting-Neuregelung und die Frage nach dem Wert der Börsennotierung, CF 2015, p. 389-399, p. 397, que defendem que o valor da compensação deveria ser apurado com base em um laudo de avaliação em que a cotação média servisse como valor mínimo.

<sup>114</sup> Vide Publicação do Parlamento Federal Alemão - Bundestagsdrucksache 18/6220, p. 84 et seq. Favorável à decisão do parlamento de exigir, ao menos em casos especiais, um laudo de avaliação: BAYER, Walter. Delisting. Korrektur der Frosta-Rechtsprechung durch den Gesetzgeber, NZG 2015, p. 1169 – 1178. p. 1175.







terço dos pregões e entre elas houver uma variação superior a 5%, circunstância que demonstra a falta de liquidez das ações (§ 39 Abs. 3 Satz 4 BörsG).<sup>115</sup>

Cumpra observar que a lei menciona uma “diferença” a ser paga pelo ofertante (§ 39 Abs. 3 Satz 3 BörsG). Isso porque, em regra, a constatação de manipulação ou da ausência de publicação apenas ocorre posteriormente e carece de apuração das autoridades competentes, de forma que ao contrário do caso de falta de liquidez, o preço da oferta nestes casos será a princípio calculado conforme a regra geral, podendo haver posteriormente uma compensação.<sup>116</sup>

No Brasil, o laudo de avaliação é a regra e deve fundamentar o “preço justo” da oferta pública de deslistagem (Art. 4, § 4, Lei 6.404/76). Para tanto uma série de métodos de avaliação passíveis de escolha são elencados pelo legislador, entre eles o da cotação das ações.<sup>117</sup> Além da justificativa da escolha do método de avaliação, a CVM exige entre as informações mínimas do laudo os valores avaliados com base em três critérios (cotação, patrimônio líquido e valor econômico), de forma a possibilitar a comparação e facilitar a tomada da decisão pelo acionista (Item XII do Anexo III da I-CVM 361/2002).

### 3.2.3 Competência da Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) e da Bolsa

Junto ao pedido de Delisting, o emissor deve demonstrar a publicação da oferta pública de aquisição (§ 39 Abs. 2 Satz 3 Nr. 1 BörsG) ou comprovar a manutenção da listagem dos valores mobiliários objeto da medida em outro mercado semelhante europeu com nível protetivo equivalente (§ 39 Abs. 2 Satz 3 Nr. 2 BörsG).

Caso haja a obrigação de oferta pública, o proponente deve submeter a oferta pública à autoridade fiscalizadora (BaFin), no prazo de quatro semanas após a publicação do fato relevante sobre a decisão de apresentá-la (§ 14 Abs. 1 WpÜG). Apenas após aprovação da BaFin ou transcurso do prazo de dez dias úteis sem oposição pode e deve o publicar a oferta (§ 14 Abs. 2 WpÜG). Portanto, não só a publicação da oferta como também o pronunciamento da BaFin antecede o requerimento perante a diretoria da Bolsa. O objetivo desta cronologia é garantir que o Delisting apenas seja analisado pela Bolsa após uma prévia análise da oferta pela BaFin, sem que uma oferta aventureira legitime um pedido de Delisting.<sup>118</sup> À diretoria da Bolsa cumpre apenas averiguar a existência de uma oferta pública de aquisição devidamente publicada ou de uma listagem alternativa dos valores mobiliários, sem a necessidade de uma análise do conteúdo da oferta.<sup>119</sup>

<sup>115</sup> Sobre a diferenciação dos critérios jurídico e econômico de liquidez vide: ADERS, C.; MUXFELD, D.; LILL, F. Die Delisting-Neuregelung und die Frage nach dem Wert der Börsennotierung, *CF* 2015, p. 389-399, p. 397.

<sup>116</sup> Publicação do Parlamento Federal Alemão - Bundestagsdrucksache 18/6220, p. 85; MENSE, Christian; KLIE, Marcus. Neues zum Going Private – Praxisfragen zur aktuellen Rechtslage zum Delisting, *DSiR* 2015, p. 2782 – 2786. p. 2785.

<sup>117</sup> Art. 4 § 4: “(...) preço justo, ao menos igual ao valor de avaliação da companhia, apurado com base nos critérios, adotados de forma isolada ou combinada, de patrimônio líquido contábil, de patrimônio líquido avaliado a preço de mercado, de fluxo de caixa descontado, de comparação por múltiplos, de cotação das ações no mercado de valores

mobiliários, ou com base em outro critério aceito pela Comissão de Valores Mobiliários (...)”

<sup>118</sup> Publicação do Parlamento Federal Alemão – Bundestagsdrucksache 18/6220, p. 86; BAYER, Walter. Delisting: Korrektur der Frosta-Rechtsprechung durch den Gesetzgeber, *NZG* 2015, p. 1169 – 1178. p. 1177.

<sup>119</sup> Publicação do Parlamento Federal Alemão - Bundestagsdrucksache 18/6220, p. 86; BAYER, Walter. Delisting: Korrektur der Frosta-Rechtsprechung durch den Gesetzgeber, *NZG* 2015, p. 1169 – 1178. p. 1177; MENSE, Christian; KLIE, Marcus. Neues zum Going Private – Praxisfragen zur aktuellen Rechtslage zum Delisting, *DSiR* 2015, p. 2782 – 2786. p. 2785-2786; KOCHER, Dirk; SEIZ, Elke. Das neue Delisting nach § 39 Abs. 2-6 BörsG, *DB* 2016, p. 153 – 158.





### 3.2.3 Revisão Judicial do Valor da Oferta

Na forma dos §§ 31 WpÜG e 39 Abs. 3 BörsG, os acionistas minoritários podem requerer a revisão do valor da oferta em um procedimento judicial.<sup>120</sup> A aplicação do procedimento de revisão específico para questões societárias (Spruchverfahren) foi rejeitada.<sup>121</sup> No entendimento do legislador, a alternativa escolhida garante que o ajuizamento de uma ação pelo acionista não prejudique ou retarde a deslistagem, que poderá prosseguir independentemente de posterior determinação judicial de revisão do valor da oferta.<sup>122</sup>

Igualmente através da lei de transposição que alterou o § 39 BörsG, foi alterada a lei de ações repetitivas de investidores - Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetz (KapMuG), para incluir no rol do § 1 Abs. 1 Nr. 3 (âmbito de aplicação) litígios envolvendo a deslistagem.<sup>123</sup> Assim, ações de investidores poderão ser “reunidas” em um procedimento que garanta uma decisão uniforme, atualmente exclusivo para litígios do âmbito do mercado de capitais.<sup>124</sup>

Ressalte-se que não há na legislação alemã prerrogativa semelhante à brasileira, que garanta aos minoritários o direito de revisar extrajudicialmente o preço, suspendendo o curso do processo de deslistagem. No caso brasileiro, titulares de 10% das ações em circulação podem requerer a convocação de assembleia especial para deliberar a realização de nova avaliação (Art. 4-A Lei 6.404/76). A este respeito, na forma do §1 referido requerimento deve ser fundamentado com elementos de convicção que demonstrem a falha da avaliação ou do critério adotado, a fim de evitar abusos de minorias. E, caso a nova avaliação apure valor inferior ou equivalente ao da anterior, os acionistas requerentes e aqueles que votaram a favor da avaliação deverão arcar com os custos dela decorrentes (Art. 4-A, § 3 Lei 6.404/76).

Ademais, na Alemanha a aceitação da proposta pelos minoritários, em regra, não influencia a deslistagem da companhia. No Brasil, por outro lado, o cancelamento do registro na CVM requer a aceitação da OPA ou concordância expressa com o cancelamento por acionistas titulares de mais de 2/3 (dois terços) das ações em

<sup>120</sup> Publicação do Parlamento Federal Alemão - Bundestagsdrucksache 18/6220, p. 86.

<sup>121</sup> Contrários ao afastamento do Spruchverfahren: KOCHER, Dirk; SEIZ, Elke. Das neue Delisting nach § 39 Abs. 2-6 BörsG, *DB* 2016, p. 153 – 158; KOCH, Jens; HARNOS, Rafael. Die Neuregelung des Delistings zwischen Anleger- und Aktionärsschutz, *NZG* 2015, p. 729 – 737. p. 735-737; MENSE, Christian; KLIE, Marcus. Neues zum Going Private – Praxisfragen zur aktuellen Rechtslage zum Delisting, *DStR* 2015, p. 2782 – 2786. p. 2786; anteriormente à alteração legislativa manifestou-se a favor da aplicabilidade do Spruchverfahren: BAYER, Walter. Aktionärsschutz beim Delisting: Empfehlungen an den Gesetzgeber, *ZIP* 2015, p. 853- 859. p. 857; em sentido contrário: BRELLOCHS, Michael. Der Rückzug von der Börse nach „Frosta“ - Rechtsdogmatische Einordnung, Durchführung und Rechtsschutz in zukünftigen Fällen, *AG* 2014, p. 633 -647. p. 645 ff.; vide também o Parecer de Noack (p. 8) e Habersack (p.7) à Aktienrechtsnovelle em 2014.

<sup>122</sup> Publicação do Parlamento Federal Alemão - Bundestagsdrucksache 18/6220, p. 86;

<sup>123</sup> Publicação do Parlamento Federal Alemão - Bundestagsdrucksache 18/6220, p. 87. Nesse sentido era a

recomendação em: BRELLOCHS, Michael. Der Rückzug von der Börse nach „Frosta“ - Rechtsdogmatische Einordnung, Durchführung und Rechtsschutz in zukünftigen Fällen, *AG* 2014, p. 633 -647. p. 645.

<sup>124</sup> A Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetz (KapMuG) foi uma inovação para garantir a proteção de investidores lesados, garantindo celeridade e segurança jurídica, mas ao mesmo tempo sem se assemelhar ao modelo das *class actions* americanas. Um dos motivos de sua criação foi o ajuizamento de aprox. 16 mil ações semelhantes por investidores lesados pela companhia Deutsche Telekom AG, devido a informações falsas veiculadas em prospecto. A aplicação da lei permite, a requerimento dos autores ou da própria companhia ré, a reunião de ações propostas por investidores individuais que serão suspensas até que uma delas, escolhida como o modelo, seja julgada, sistemática comparável com a dos recursos repetitivos perante os tribunais superiores brasileiros (art. 1.036 do CPC 2015). Não há na Alemanha ações coletivas como conhecidas nos Estados Unidos (*class action*) ou no Brasil (ação civil pública). Em 1 de Novembro de 2018 entrou em vigor a lei que instituiu uma espécie de ação declaratória coletiva (Musterfeststellungsklage) para litígios de direito do consumidor (cf. §§ 606 e seg. Zivilprozessordnung).





circulação, excluídas as ações dos acionistas que não se habilitarem no leilão da OPA, nem concordarem expressamente com o cancelamento do registro, para evitar que eventual omissão obstaculize o fechamento (Art. 16, II e 21 da Instrução 361/2002 da CVM).<sup>125</sup> Tais prerrogativas acabam influenciando o valor da oferta no Brasil.<sup>126</sup>

Cumpra referir ainda que, se a OPA não alcançar o quórum mínimo de aceitação, mas for aceita por mais 1/3 (um terço) das ações em circulação<sup>127</sup>, o ofertante somente poderá adquirir até o limite de 1/3 (por meio de rateio entre os aceitantes) ou desistir da OPA, desde que ela estivesse condicionada ao alcance do quórum de 2/3 (Art. 15, I-CVM 361/2002). Caso a adesão à OPA for superior a 2/3 das ações em circulação, os demais acionistas terão o direito de vender suas ações no prazo de três meses pelo preço final atingido (Art. 21 §1, Art. 10 §2 I-CVM 361/2002). Estes mecanismos visam sobretudo evitar a pressão dos minoritários em aceitar uma oferta desvantajosa por temer a perda de liquidez ou desvalorização de suas ações.<sup>128</sup>

## CONCLUSÃO

A deslistagem voluntária foi protagonista de inúmeras discussões doutrinárias na Alemanha. Isso se deve, por um lado, ao elevado grau de pesquisa no campo do direito do mercado de capitais no país, o que contribui para que a disciplina se torne cada vez mais importante e autônoma. Por outro lado, o fato de o legislador alemão ter se calado por muitos anos sobre os requisitos de um cancelamento de listagem em Bolsa fez com que diversos autores e tribunais se pronunciassem sobre a questão. Em decorrência da divergente regulamentação lançada pelas Bolsas e da drástica mudança na jurisprudência alemã, que abdicou de uma postura pró-investidor e facilitou a saída da Bolsa pelo emissor em 2013, os requisitos da deslistagem passaram, por fim, pelo crivo do legislador.

Com a alteração legislativa do final de 2015, foram então estabelecidos no § 39, Abs. 2-6 BörsG requisitos unificados de proteção ao investidor frente a uma deslistagem voluntária

<sup>125</sup> Sobre o elevado rigor do sistema brasileiro de deslistagem, vide o estudo comparado de ENRIQUES, Luca *et al.* Corporate Law and Securities Markets. In: KRAAKMAN, Reinier *et al.* *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*. 3. Ed. Oxford: Oxford University Press, 2017. p. 255. “Brazil displays the strictest regime (...)”.

<sup>126</sup> A este respeito, vide CARVALHOSA, Modesto. Comentários à Lei de Sociedades Anônimas, Vol. 1. 5 Ed. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 82, e EIZIRIK, Nelson *et al.* *Mercado de Capitais – Regime Jurídico*. 3. Ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 591, sobre o “poder de barganha” do colégio minoritário diante da prerrogativa de revisão do preço, não obstante os mecanismos legais para coibir abusos da minoria. Vide também, SIQUEIRA, Carlos Augusto Junqueira de. *Fechamento do Capital Social: Oferta pública de Aquisição de Ações e Outras Modalidade*. Ribeirão Preto: Migalhas, 2010. p. 95 et seq., segundo o qual, na prática, o preço da oferta deve ser atraente para garantir o sucesso do fechamento do capital.

<sup>127</sup> O limite de 1/3 deverá ser calculado com base no número de ações em circulação na entrada em vigor da I-CVM 345/2000 (que pela primeira vez estabeleceu o limite de compra de 1/3 das ações em circulação sem OPA com procedimento de cancelamento de registro, a fim de evitar o

denominado “fechamento branco de capital” – vide atualmente o Art. 4, § 6 da Lei 6.404/76 e Art. 26 I-CVM 361/2002), para companhias já registradas na CVM naquela data (Art. 37 I-CVM 361/2002). Para novos emissores, o número de ações em circulação será aquele da data de encerramento da primeira oferta pública de distribuição de ações da companhia ou, caso nenhuma oferta tenha sido realizada, na data da obtenção do registro da companhia para negociação de ações em mercados regulamentados de valores mobiliários (Art. 26, § 5 I-CVM 361/2002).

<sup>128</sup> A respeito, vide: EIZIRIK, Nelson *et al.* *Mercado de Capitais – Regime Jurídico*. 3. Ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 583. GORGA, Érica. *Direito Societário Atual*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2013. p. 213 et seq., que afirma que os minoritários, numa situação de oferta sem regulação, estariam em um dilema dos prisioneiros da teoria dos jogos, tendo em vista não terem, em regra, capacidade de se comunicar e coordenar coletivamente sua ação; PITTA, André Grunspun. Art. 21. In: CORDONIZ, Gabriela; PATELLA, Laura. *Comentários à Lei do Mercado de Capitais*. Lei n. 6.385/76. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 427 -478. p. 470.







que envolva, entre outros valores mobiliários, ações, conferindo segurança jurídica aos participantes do mercado. Conforme a nova regra, um pedido de saída de um emissor somente poderá ser deferido pela Bolsa caso aos acionistas minoritários seja possibilitada a venda de suas ações, por meio de uma oferta pública de aquisição passível de revisão judicial, ou se a negociação das ações objeto de deslistagem for mantida no mercado regulamentado de outra Bolsa alemã ou europeia (estado membro da UE ou EEE) com equivalente grau de proteção. A oferta pública deverá levar em conta uma média das cotações das ações e de prévias aquisições pelo ofertante, a princípio, sem a necessidade de um laudo de avaliação-exceto em situações de violação das regras de proteção ao mercado (manipulação, omissão ou inexatidão de informações).

A comparação com o direito brasileiro é extremamente difícil sobretudo devido à diferença da natureza jurídica das Bolsas de Valores, da regulamentação e desenvolvimento dos mercados de capitais nos dois países, aliado ao fato de que atualmente apenas uma Bolsa de Valores (B3) opera no mercado acionário brasileiro. Ao passo que a regra alemã sobre a deslistagem voluntária se manteve materialmente inalterada desde sua introdução em 1998 até 2015, período em que a jurisprudência moldou os seus requisitos, verifica-se que no Brasil esta tarefa foi ativamente assumida por parte do legislador, regulador e autorregulador, de forma a atender as demandas do mercado de capitais do país.

Em um primeiro momento, parece que o sistema alemão, a partir da reforma de 2015, se aproximou da regulamentação brasileira para o cancelamento de registro na CVM, que há anos prevê uma oferta pública de aquisição de ações aos minoritários. A necessidade de uma OPA para a deslistagem sequer é questionada pela doutrina brasileira. No entanto, o sistema brasileiro diferencia-se da regra alemã na medida em que

estabelece maiores exigências à deslistagem, entre outras, a necessidade de um laudo de avaliação e o quórum mínimo de aceitação.

Muito embora nem na Alemanha nem no Brasil exista uma competência legal da assembleia geral para deliberar sobre a deslistagem, certos colégios minoritários detêm no Brasil a prerrogativa de suspender o processo para buscar revisar o laudo de avaliação e até mesmo um poder de veto da operação, mecanismos que-se não levarem ao fracasso da operação - podem servir de pressão para o aumento do preço da oferta. O legislador alemão optou por garantir aos investidores o caminho da revisão judicial do preço da oferta, sem que esta venha a retardar ou impedir a deslistagem da companhia. Ou seja, havendo a observância dos requisitos legais pela companhia e ofertante, a aceitação ou não da oferta não interfere na deslistagem. Por outro lado, não há a prerrogativa de desistir da deslistagem devido a uma eventual elevação (judicial) do preço. Ofertas condicionadas foram vedadas pelo legislador alemão.

Ademais, o gatilho para a oferta pública de deslistagem na Alemanha está somente no cancelamento total da negociação dos valores mobiliários da companhia em mercado regulamentado de Bolsa, que consiste no setor regido pelo direito público. Um cancelamento de negociação de ações no mercado de balcão (*Freiverkehr*) não gera tal obrigação, ao passo que uma migração para este mercado, sim. Por outro lado, assim como no Brasil a migração para um segmento de negociação com menor grau de exigência dentro do mercado regulamentado de Bolsa na Alemanha não alcança o campo de proteção da lei, ficando tais requisitos a critério da respectiva Bolsa, sendo que a Bolsa de Frankfurt, ao contrário da B3, não estabelece uma OPA como requisito da saída de seu segmento especial denominado *Prime Standard*.







Pode-se dizer que a nova regra alemã introduziu um parâmetro original e claro de proteção ao acionista minoritário de uma companhia listada em Bolsa que não tenha interesse em permanecer com ações de uma companhia fechada, sem conferir um protecionismo elevado que conceda vantagem superior ao valor da cotação das ações ou torne o fechamento de capital muito custoso ou difícil

para a companhia. Apesar de aclamada por grande parte da doutrina, a nova regra não deu fim às discussões sobre o assunto na Alemanha. Muito pelo contrário, a deslistagem é objeto de novos estudos, que defendem tanto um menor como um maior rigor na regra, mas também que criticam a uniformização das regras de deslistagem e a exigência de uma oferta pública padrão, como barreiras à livre concorrência entre as Bolsas.

## REFERÊNCIAS

ADERS, C.; MUXFELD, D.; LILL, F. Die Delisting-Neuregelung und die Frage nach dem Wert der Börsennotierung. *Corporate Finance - CF*, p. 389-399, 2015.

ADOLFF, Johannes; TIEVES, Johannes. Über den rechten Umgang mit einem entschlossenen Gesetzgeber: Die aktienrechtliche Lösung des BGH für den Rückzug von der Börse. *Betriebs-Berater -BB*, p. 797-805, 2003.

ALEMANHA. *Börsengesetz (BörsG)*, de 16 julho de 2007. Disponível em: <[https://www.gesetze-im-internet.de/b\\_rsg\\_2007/index.html](https://www.gesetze-im-internet.de/b_rsg_2007/index.html)>. Acesso em: 4 jul. 2018.

\_\_\_\_\_. Bundesgerichtshof. II Zivilsenat. *Decisão de 25.11.2002-II ZR 133/01 ("Macrotron")*. Disponível em: <<http://juris.bundesgerichtshof.de/cgi-bin/rechtsprechung/document.py?Gericht=bgh&Art=en&nr=25332&pos=0&anz=1>>. Acesso em: 4 jul. 2018.

\_\_\_\_\_. Bundesgerichtshof. II Zivilsenat. *Decisão de 8.10.2013-II ZB 26/12 ("FRoSTA")*. Disponível em: <<http://juris.bundesgerichtshof.de/cgi-bin/rechtsprechung/document.py?Gericht=bgh&Art=en&nr=65834&pos=0&anz=1>>. Acesso em: 4 jul. 2018.

\_\_\_\_\_. Bundesverfassungsgericht. Erster Senat. *Decisão de 11.07.2012 - 1 BvR 3142/07 ("MVS"/"Lindner")*. Disponível em: <[http://www.bverfg.de/e/rs20120711\\_1bvr314207.html](http://www.bverfg.de/e/rs20120711_1bvr314207.html)>. Acesso em: 4 jul. 2018.

\_\_\_\_\_. Deutscher Bundestag. 18. Wahlperiode. *Bundestagsdrucksache 18/6220, de 13 de setembro de 2015*. Disponível em: <<http://dipbt.bundestag.de/dip21/btd/18/062/1806220.pdf>> Acesso em: 23 Mar 2018.

\_\_\_\_\_. *Gesetz zur Umsetzung der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie de 20 de novembro de 2015*. Disponível em: <[https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Downloads/Gesetze/2015-11-25-Transparenzrichtlinie-Aenderungsrichtlinie.pdf?\\_\\_blob=publicationFile&v=3](https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Downloads/Gesetze/2015-11-25-Transparenzrichtlinie-Aenderungsrichtlinie.pdf?__blob=publicationFile&v=3)>. Acesso em: 4 jul. 2018.

BAYER, Walter. Die Delisting-Entscheidungen „Macrotron“ und „Frosta“ des II. Zivilsenats des BGH. *Zeitschrift für die gesamte Privatrechtswissenschaft - ZfPW*, p. 163–225, 2015.





\_\_\_\_\_. Aktionärsschutz beim Delisting: Empfehlungen an den Gesetzgeber. *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht - ZIP*, p. 853-859, 2015.

\_\_\_\_\_. Delisting: Korrektur der FRoSTA-Rechtsprechung durch den Gesetzgeber. *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht - NZG*, p. 1169-1178, 2015.

\_\_\_\_\_; HOFFMANN, Thomas. Das „Frosta“-Zeitalter ist zu Ende-ein rechtstatsächlicher Nachruf. *Die Aktiengesellschaft - AG*, p. R307-R309, 2015.

\_\_\_\_\_; \_\_\_\_\_. Die Folgen von Frosta: Zur vorläufigen empirischen „Schadensbilanz“ von BGH v. 8.10.2013-II ZB 26/12, AG 2013, 877. *Die Aktiengesellschaft - AG*, p. R55-R59, 2015.

BENECKE, Martina. Gesellschaftsrechtliche Voraussetzungen des Delisting-zur Begründung und Fortentwicklung der neuen Rechtsprechung des BGH zum freiwilligen Rückzug von der Börse. *WertpapierMitteilungen - WM*, p. 1122-1126, 2004.

BRASIL. *Comissão de Valores Mobiliários. Instrução CVM 361, de 05 de março de 2002*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst361.html>>. Acesso em: 4 jul. 2018.

\_\_\_\_\_. *Lei 6.385, de 7 de dezembro de 1976*. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Leis/L6385.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6385.htm)>. Acesso em: 4 jul. 2018.

\_\_\_\_\_. *Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976*. Dispõe sobre as sociedades por ações. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Leis/L6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6404consol.htm)>. Acesso em: 4 jul. 2018.

BRELLOCHS, Michael. Der Rückzug von der Börse nach „Frosta“ - Rechtsdogmatische Einordnung, Durchführung und Rechtsschutz in zukünftigen Fällen. *Die Aktiengesellschaft - AG*, p. 633-647, 2014.

BUCK-HEEB, Petra. *Kapitalmarktrecht*. Heidelberg: C.F.Müller, 2014.

BUCKEL, J.; GLINDEMANN, J.; VOGEL, C. Delisting nach “Frosta“-Eckpunkte für eine gesetzliche Regelung. *Die Aktiengesellschaft - AG*, p. 373-381, 2015.

BUNGERT, Hartwin; LEYENDECKER-LANGNER, Benjamin. Unternehmensbewertung oder Durchschnittsbörsenkurs beim Delisting? - Die Diskussion um den aktuellen Gesetzesvorschlag. *Der Betrieb - DB*, p. 2251-2256, 2015.

CANTIDIANO, Luiz Leonardo. O Cancelamento de registro de companhia aberta. In: Pereira, Antônio Celso Alves; Mello, Celso Renato Duvivier de Albuquerque. Estudos em homenagem a Carlos Alberto Menezes Direito. Rio de Janeiro: Renovar, 2003.

CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. Volume 1. 5a ed. São Paulo: Saraiva, 2009.

CORDONIZ, Gabriela; PATELLA, Laura. *Comentários à Lei do Mercado de Capitais*. Lei n. 6.385/76. São Paulo: Quartier Latin, 2015.





CEREZETTI, Sheila Christina Neder. A aquisição de controle de companhias abertas no Brasil: por uma disciplina atenta às diferentes estruturas acionárias. *Mitteilungen der Deutsch-Brasilianischen Juristenvereinigung*, n. 1, p. 15-28, 2011.

DONAGGIO, Angela Rita Franco. Regulação e autorregulação no mercado de valores mobiliários: o caso dos segmentos especiais de listagem da BM&FBovespa. Tese de doutorado apresentada ao Programa de Pós-Graduação da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo-USP, São Paulo, 2016.

Doumet, M; Limbach, P.; Theissen, E. Ich bin dann mal weg: Werteffekte von Delistings deutscher Aktiengesellschaften nach dem Frosta-Urteil, Centre for Financial Research. *CFR Working Paper* Nr. 15-14, 2015.

DRYGALA, Tim; STAAKE, Marco. Delisting als Strukturmaßnahme. *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht - ZIP*, p. 905-916, 2013.

EID JUNIOR, Willian; HORNG, Wang Jiang. A saída uma análise da deslistagem na Bovespa. Working Paper, jun, 2005. Disponível em: <<http://hdl.handle.net/10438/15553>>. Acesso em: 23 mar. 2018.

EIZIRIK, Nelson *et al.* *Mercado de Capitais-Regime Jurídico*. 3a ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

ENRIQUES, Luca *et al.* Corporate Law and Securities Markets. In: KRAAKMAN, Reinier *et al.* The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach. 3a ed. Oxford: Oxford University Press, 2017.

GLIENKE, Tobias; RÖDER, Daniel. "FRoSTA ist für alle da." - Praxisfolgen der BGH-Rechtsprechungsänderung insbesondere für anhängige Delisting-Spruchverfahren. *Betriebs-Berater - BB*, p. 899-907, 2014.

GOETZ, Axel. Fragwürdige Neuregelung des Börsenrückzugs. *Betriebs-Berater - BB*, p. 2691-2694, 2015.

GORGA, Érica. *Direito Societário Atual*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2013.

GROß, Wolfgang. *Kapitalmarktrecht*. Kommentar zum Börsengesetz, zur Börsenzulassungs-Verordnung und zum Wertpapierprospektgesetz. 6. ed. München: Beck-online, 2016.

\_\_\_\_\_. Die Neuregelung des Anlegerschutzes beim Delisting. *Die Aktiengesellschaft - AG*, p. 812-819, 2015.

GRUNEWALD, B.; SCHLITT, M. *Einführung in das Kapitalmarktrecht*. 3. ed. München: C. H. Beck, 2014.

HABERSACK, Mathias. Anmerkung zur „Frosta“-Entscheidung. *Juristen Zeitung - JZ*, p. 147-149, 2014.

\_\_\_\_\_. „Macrotron“-Was bleibt? *Zeitschrift für das Gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht - ZHR* 176, p. 463-469, 2012.







\_\_\_\_\_.; MÜLBERT, Peter O.; SCHLITT, Michael (Org.). *Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt*. Köln: Dr. Otto Schmidt, 2013.

HAMMEN, Horst. *Swinging of the pendulum - Zulassung von Wertpapieren zum Börsenhandel zwischen Gesetzgebung und Selbstregulierung*. In: Festschrift für Gerd Nobbe. Köln 2009.

\_\_\_\_\_.; KÜMPEL, Siegfried. *Börsenrecht-Eine systematische Darstellung*. 2a ed. Berlin: Erich Schmidt Verlag, 2003.

HELDT, Cordula; ROYÉ, Claudia. Das Delisting-Urteil des BVerfG aus kapitalmarktrechtlicher Perspektive, Empirie und Fragestellungen für den Gesetzgeber. *Die Aktiengesellschaft - AG*, p. 660-673, 2012.

HELLWIG, Hans-Jürgen; BORMANN, Michael. Die Abfindungsregeln beim Going Private - Der Gesetzgeber ist gefordert! *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht - ZGR*, p. 465-496, 2002.

JUNQUEIRA, Carlos Augusto et al. Ofertas Públicas de aquisição de Ações (OPAs). In: Comissão de Valores Mobiliários. *Direito do Mercado de Valores Mobiliários*, p. 748-786, 2017.

KARAMI, B; SCHUSTER, R. *Eine empirische Analyse des Kurs- und Liquiditätseffekts auf die Ankündigung eines Börsenrückzugs am deutschen Kapitalmarkt im Lichte der „FRoSTA“-Entscheidung des BGH*. Working Paper, Bewertung im Recht, 2015.

KLÖHN, Lars. Die Auswirkungen von BVerfG, NZG 2012, 826, auf den Rückzug vom Kapitalmarkt und den Segmentwechsel. *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht - NZG*, p. 1041-1047, 2012.

KOCH, Jens; HARNOS, Rafael. Die Neuregelung des Delistings zwischen Anleger- und Aktionärsschutz. *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht - NZG*, p. 729-737, 2015.

KOCHER, Dirk; SEIZ, Elke. Das neue Delisting nach § 39 Abs. 2-6 BörsG. *Der Betrieb - DB*, p. 153-158, 2016.

KÜMPEL, Siegfried. *Direito do Mercado de Capitais -do ponto de vista do direito europeu, alemão e brasileiro*. Rio de Janeiro: Renovar, 2007.

LAMPERT, Stephen; WEICHEL, Mario. Wegfall der „Macrotron-Trias“ - Folgen für Umstrukturierungskonstellationen in Konfliktlagen des Aktien- und Kapitalmarktrechts. *WertpapierMitteilungen - WM*, p. 1024-1030, 2014.

MENSE, Christian; KLIE, Marcus. Neues zum Going Private-Praxisfragen zur aktuellen Rechtslage zum Delisting. *Deutsches Steuerrecht - DStR*, p. 2782-2786, 2015.

PASCHOS, Nikolaos; KLAASSEN, Kristina. Delisting ohne Hauptversammlung und Kaufangebot-der Rückzug von der Börse nach der Frosta-Entscheidung des BGH. *Die Aktiengesellschaft - AG*, p. 33-36, 2014.

\_\_\_\_\_.; \_\_\_\_\_. Offene Fragen nach der Entscheidung des BVerfG zum Delisting und Folgen für die Beratungspraxis, *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht - ZIP*, p. 154 -160, 2013.





PROBST, Melanie. *Rechtsfragen des regulären Börsenrückzugs*. Köln: Nomos, 2012.

ROCK, Edward. Securities Regulation as Lobster Trap: A Credible Commitment Theory of Mandatory Disclosure. *Cardozo Law Review*, p. 675-704, 2002. Disponível em: <[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=310119](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=310119)>. Acesso em: 05 set. 2018.

ROSSKOPF, Gabriele. Delisting zwischen Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht. *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht - ZGR*, p. 487-508, 2014.

SAITO, R.; PADILHA, M. T. C. Por que as empresas fecham capital no Brasil? *Revista Brasileira de Finanças*, Rio de Janeiro, vol. 13, n. 2, p. 200-250, abr. 2015. Disponível em: <<http://www.redalyc.org/html/3058/305842562002/>>. Acesso em: 23 mar. 2018.

SCHMIDT, Karsten. Macrotron oder: weitere Ausdifferenzierung des Aktionärsschutzes durch den BGH. *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht - NZG*, p. 601-606, 2003.

SCHWARK, Eberhard; ZIMMER, Daniel. Kapitalmarktrechtskommentar. München: Beck-online, 2010.

SEIBT, Christoph H.; WOLLENSCHLÄGER, Bernward. Downlisting einer börsennotierten Gesellschaft ohne Abfindungsangebot und Hauptversammlungsbeschluss. *Die Aktiengesellschaft - AG*, p. 807-817, 2009.

SESTER, Peter. Unabhängige Regulierungsagenturen im brasilianischen Wirtschaftsrecht. *Rabels Zeitschrift für ausländisches und internationales Privatrecht - RabelsZ*, p. 360-392, 2010.

\_\_\_\_\_. Entwicklungslinien des brasilianischen Gesellschafts- und Kapitalmarktrechts. *Recht der internationalen Wirtschaft - RIW*, p. 97-104, 2010.

SIQUEIRA, Carlos Augusto Junqueira de. Fechamento do Capital Social: Oferta pública de Aquisição de Ações e Outras Modalidade. Ribeirão Preto: Migalhas, 2010.

STREIT, Georg. Delisting Light-Die Problematik der Vereinfachung des freiwilligen Rückzuges von der Frankfurter Wertpapierbörse. *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht - ZIP*, p. 1279-1289, 2002.

\_\_\_\_\_. Anmerkung zur Macrotron-Entscheidung. *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht - ZIP*, p. 392-395, 2003.

THOMALE, Chris; WALTER, Andreas. Delisting als Regulierungsaufgabe. *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht - ZGR*, p. 679-728, 2016.

WASSMANN, Dirk; GLOCK, Jana. Die FRoSTA-Entscheidung des BGH - Das Ende der Macrotron-Grundsätze zum Delisting. *Der Betrieb - DB*, p. 105-109, 2014.

YOKOI, Yuki. Sem intimidação. *Capital Aberto*, n. 105, 2012. Disponível em: <<https://capitalaberto.com.br/temas/sem-intimidacao/#.Wy0dvaczbiU>>. Acesso em: 20 jun. 2018.

Recebido em: 05/07/2018

Aceito em: 17/12/2018



